

BIBLIOTHECA
IBERO-AMERICANA

VERVUERT

Reinhard Liehr (ed.)

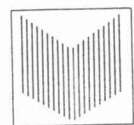
***La deuda
pública en
América Latina
en perspectiva
histórica***

*The Public Debt
in Latin America
in Historical
Perspective*



Liehr (ed.)

La deuda pública en América Latina
The Public Debt in Latin America



BIBLIOTHECA IBERO-AMERICANA

Publicaciones del Instituto Ibero-Americano

Fundación Patrimonio Cultural Prusiano

Editado por Dietrich Briesemeister

Vol. 58

BIBLIOTHECA IBERO-AMERICANA

Reinhard Liehr (ed.)

**La deuda pública en América Latina
en perspectiva histórica**

The Public Debt in Latin America in
Historical Perspective

VERVUERT · IBEROAMERICANA 1995

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

La deuda pública en América Latina en perspectiva histórica =

The public debt in Latin America in historical perspective /

Reinhard Liehr (ed.). - Frankfurt am Main : Vervuert ; Madrid

: Iberoamericana, 1995

(Bibliotheca Ibero-Americana ; Vol. 58)

ISBN 3-89354-558-1 (Vervuert)

ISBN 84-88906-33-1 (Iberoamericana)

NE: Liehr, Reinhard [Hrsg.]; The public debt in Latin America in historical perspective; GT

© Vervuert Verlag, Frankfurt am Main 1995

© Iberoamericana, Madrid 1995

Apartado Postal 40 154

E - 28080 Madrid

Reservados todos los derechos

Diseño de la portada: Michael Ackermann

La gráfica fue diseñada según la portada del libro de Jan Bazant, *Historia de la deuda exterior de México (1823-1946)*, 2a. ed., México 1981.

Impreso en Alemania

Indice

Abreviaturas	7
Nota preliminar	10
<i>Reinhard Liehr</i> , Introducción	11

I

Deuda pública y teoría económica en América Latina

<i>Albert Fishlow</i> , Latin American Nineteenth Century Public Debt: Theory and Practice	23
<i>Manfred Nitsch</i> , Economic Theory and Latin American External Debt	47

II

Las finanzas públicas: América Latina y el mercado de capitales de Londres

<i>Marcello Carmagnani</i> , Las finanzas de tres Estados liberales: Argentina, Chile y México, 1860-1910	77
<i>Rory Miller</i> , The London Capital Market and Latin American Public Debt, 1860-1930	91

III

Deuda pública en Argentina, Chile y Brasil

<i>Samuel Amaral</i> , La deuda pública de Buenos Aires, 1800-1850	119
<i>Roberto Cortés Conde</i> , La deuda pública externa argentina, 1880-1906	155
<i>Eduardo Cavieres F.</i> , La deuda interna y externa de Chile, 1820-1880: actitudes y decisiones en las políticas económicas del siglo XIX	171
<i>Maria Barbara Levy</i> , The Brazilian Public Debt – Domestic and Foreign, 1824-1913	209

IV
Deuda pública en México, Perú, Venezuela y
Centroamérica

<i>Barbara Tenenbaum</i> , Mexico's Money Market and the Internal Debt, 1821-1855	257
<i>Javier Pérez Siller</i> , Deuda y consolidación del poder en México, 1867-1896: bases para la modernidad porfirista	293
<i>Carlos Marichal</i> , Foreign Loans, Banks and Capital Markets in Mexico, 1880-1910	337
<i>Alfonso W. Quiroz</i> , Public Debt and the Domestic Financial Structure in Peru, 1850-1914	375
<i>Susan Berglund</i> , The Public Debt of Venezuela: Causes and Effects, 1830-1870	417
<i>Reinhard Liehr</i> , La deuda interna y externa de la República Federal de Centroamérica, 1823-1838	447
Comentarios de la discusión, compilados por <i>Reinhard Liehr</i>	477
Autores	481
Bibliografía	487
Índice analítico	515

Abreviaturas

Archivos y colecciones de documentos

AGCA	Archivo General de Centro América (Guatemala)
AGI	Archivo General de Indias (Sevilla)
AGNBA	Archivo General de la Nación (Buenos Aires)
AGNL	Archivo General de la Nación (Lima)
AGNM	Archivo General de la Nación (México, D.F.)
AGNS	Archivo General de la Nación (San Salvador)
AHN	Archivo Histórico Nacional (Madrid)
AHBAN	Archivo Histórico del Banco Nacional de México (México, D.F.)
AMAE, CP	Archives Diplomatiques du Ministère des Affaires Étrangères (París), Correspondance Politique
BANAMEX	Banco Nacional de México (México, D.F.)
BNL	Biblioteca Nacional (Lima)
CFB	Council of the Corporation of Foreign Bondholders, The Newspaper Cuttings of the... in the Guildhall Library (Londres), microfilmado por East Ardsley: Microform Ltd., 1975, serie Perú
GLL	Guildhall Library (Londres)
PP	Parliamentary Papers, House of Commons (Londres)
PRO, FO	Public Record Office (Londres), Foreign Office

Revistas

BHR	Business History Review (Boston, Mass.)
BLAR	Bulletin of Latin American Research (Oxford)
EHR	Economic History Review (Utrecht y después Welwyn Garden City)
HAHR	Hispanic American Historical Review (Durham, N.C.)
HM	Historia Mexicana (México, D.F.)
IAA	Ibero-Amerikanisches Archiv (Berlín)
IE	Investigaciones y Ensayos (Buenos Aires)
JEH	Journal of Economic History (Wilmington, Del.)
JLA	Jahrbuch für Geschichte von Staat, Wirtschaft und Gesellschaft Lateinamerikas (Colonia)
JLAS	Journal of Latin American Studies (Cambridge)
LARR	Latin American Research Review (Austin, Tex.)
LS	Lateinamerika-Studien (Munich)
RA	Revista Andina (Cusco)
RH	Revista Histórica (Lima)
TA	The Americas (Washington, D.C.)
TE	El Trimestre Económico (México, D.F.)

Otras abreviaturas

app.	appendix
art(s).	artículo(s), article(s)
cap(s).	capítulo(s)
cf(r).	confiérase, confer
chap(s).	chapter(s)
cont.	continúa, continuación, continued
exp.	expediente
f(f).	and following page(s) or year(s)
fig(s).	figure(s)

fol(s).	folio(s)
r.	recto
v.	verso
leg(s).	legajo(s)
Ms.	Manuscrito(s), Manuscript(s)
n.	nota, note
n. d.	no date
no(s).	número(s), number(s)
s. a.	sine anno
s. f.	sin fecha
s(s).	y página(s) o año(s) siguiente(s)
t(s).	tomo(s)
vol(s).	volumen(es), volume(s)

Nota preliminar

El presente volumen y el simposio con el mismo título, de noviembre de 1989, en el cual se basa fueron financiados por el Instituto Iberoamericano del Patrimonio Cultural Prusiano, la Fundación Alemana para la Investigación Científica (Deutsche Forschungsgemeinschaft) y el Senado de Berlín. Todos los trabajos que integran el volumen, salvo una excepción, fueron escritos originalmente para el simposio y revisados para esta publicación. En la organización del simposio y en la redacción del volumen me ayudaron muchas personas tanto del Instituto Iberoamericano como del Instituto Latinoamericano de Berlín, especialmente Wera Zeller, Silvia Kroyer y Hartmut Heine, así como Patricia Cerda, Alberto Cue, Hans Huber Abendroth, Jorge Lambuley, Matthias Röhrig Assunção, Michael Thoß, Theo Steffens, Günter Vollmer y Johannes Werner. Sin embargo, fueron, sobre todo, los directores del Instituto Iberoamericano, Prof. Dr. Dietrich Briesemeister, Dr. Wolfgang Menge, Dr. Wilhelm Stegmann y Prof. Dr. Klaus Zimmermann, quienes gracias a su generosidad facilitaron la realización del simposio y la publicación de sus resultados en este volumen.

R. L.

Reinhard Liehr

Introducción

1. Los problemas

El presente volumen reúne 14 trabajos de economistas e historiadores que analizan el endeudamiento del Estado central de casi todos los países latinoamericanos. Los estudios enfocan comparativamente tanto la deuda interna, heredada en parte de la época colonial, como la externa, contratada después de la independencia. Los recursos de la deuda externa, al igual que los de la interna, sirvieron en sus comienzos para financiar los costos de las Guerras de Independencia y, en segundo lugar, para construir la infraestructura y las instituciones de los nacientes Estados nacionales. La deuda externa fue creada no sólo por la demanda de capitales por parte de los nuevos gobiernos con sus ingresos insuficientes, sino que fue también promovida por la presión de exportar capitales, sobre todo desde el primer país industrializado: la Gran Bretaña.

Los estudios aquí presentados abarcan la época del primer siglo de desarrollo de cada nación soberana desde la independencia hasta la gran depresión de la década de 1930. Este período ha sido menos investigado que el período posterior a 1929-1930, el cual despertó un mayor interés entre los economistas, quienes se han ocupado de él como casi único objeto de investigación y marco de referencia. Similar al interés académico por el endeudamiento externo de la década de 1930, la crisis latinoamericana y mundial de la deuda que estalló a comienzos de la década de 1980 creó una segunda serie de investigaciones económicas sobre sus causas y consecuencias, prin-

cialmente en relación a las grandes naciones latinoamericanas, que en la década de 1970 se habían endeudado en el exterior tranquila y aparentemente sin límites, hasta alcanzar niveles sumamente elevados en miles de millones de los petrodólares flotantes. Al recordar las tristes consecuencias sociales del empobrecimiento de las masas en la mayoría de las naciones, en la década "perdida" de 1980 los éxitos económicos de la coyuntura del ligero *deficit spending*, que había endrogado a los políticos en el poder, resultaron mucho más reducidos de lo que ellos habían esperado.

Después de las victoriosas Guerras de Independencia, entre 1822 y 1825, la mayoría de los nuevos gobiernos latinoamericanos había contratado empréstitos externos en el mercado de capitales de Londres con el fin de pagar las deudas de la guerra y mejorar su posición de poder mediante la compra de armas. Dado que las economías latinoamericanas crecieron mucho más lentamente de lo que se había esperado, los bonos de estos empréstitos no fueron ya servidos después de la primera depresión mundial de 1825-1826, con la sola excepción de Brasil. Al primer período latinoamericano de endeudamiento externo (1822-1825) siguió uno largo, por lo general de varias décadas, caracterizado por la suspensión de pagos y la conversión de los intereses vencidos y del capital no amortizado de los bonos originales. Mediante las conversiones, las deudas externas de los distintos gobiernos subieron nominalmente, sin que éstos, salvo algunas excepciones, recibieran *fresh money*. En esas décadas los gobiernos tuvieron que recurrir, sobre todo, al endeudamiento interno. El segundo período de endeudamiento externo en América Latina comenzó entre las décadas de 1850 y 1870 y duró hasta 1929, aunque se vio interrumpido por crisis periódicas, suspensiones de pagos de intereses y amortizaciones y conversiones subsecuentes de los bonos de la deuda externa. Durante esta segunda fase de endeudamiento externo, los empréstitos fueron utilizados principalmente para financiar y organizar los diversos servicios públicos (*public utilities*) y, sobre todo, para subvencionar la construcción de vías férreas; es decir, las inversiones fueron utilizadas fundamentalmente para mejorar la infraestructura, fomentar la formación del mercado nacional

y modernizar la producción de los respectivos países. Esta segunda fase del endeudamiento de los países latinoamericanos se vio estimulada por la mayor integración de sus sectores externos, productores de materias primas para la creciente demanda en los países industrializados dentro de la economía atlántica.

Aparentemente, los gastos de la emancipación criolla en las Guerras de Independencia de los países latinoamericanos fueron la razón más importante para el comienzo de su endeudamiento externo e interno. Las deudas fueron el precio que las nuevas élites nacionales tuvieron que pagar para llegar al poder, mantenerse en él y construir Estados nacionales. Al igual que los liberales en Europa, las nuevas élites criollas desmontaron la Hacienda pública de sus países y construyeron Estados deficitarios, débiles y, en algunos casos además, descentralizados o federales. En estas repúblicas criollas las élites se eximieron en lo posible del pago de impuestos, los cuales se hicieron descansar sobre el resto de la población. Por ello, los Estados deficitarios dependieron de los créditos de los comerciantes-banqueros nacionales o de recién inmigrados que se aliaron con las élites criollas en el poder. Por un lado, las cargas fiscales originadas por los créditos internos y externos debilitaron a largo plazo al Estado central en su potencial de desarrollo y de modernización, e igualmente – al contrario de lo que esperaban las propias élites – en su fuerza militar. Por otra parte, los acreedores criollos y extranjeros, pero también los funcionarios del Estado y los militares, se vieron beneficiados con la deuda pública de sus respectivos países.

Ante este panorama, en los trabajos del presente volumen sus autores se proponen describir el conjunto de problemas que rodean a la deuda pública en los diferentes países latinoamericanos y, asimismo, dar respuesta a una serie de preguntas pendientes:

¿Cómo están compuestos los ingresos y egresos del sector público y cómo afectó la Hacienda pública a los diferentes grupos sociales? ¿De qué ventajas gozaron las élites y qué capas y grupos sociales fueron perjudicados?

¿Cuáles fueron las formas y las condiciones para obtener créditos públicos y qué diferencias hubo entre los préstamos o empréstitos internos y externos?

¿Qué criterios aplicaron los comerciantes-banqueros de Londres para medir la solvencia y el crédito de los respectivos gobiernos?

¿Qué ganancias obtuvieron y qué pérdidas sufrieron los deudores y los acreedores a través de la historia de las conversiones de bonos?

¿Existió un fondo de amortización (*sinking fund*) para servir la deuda pública? ¿Qué deuda fue servida preferentemente mediante un sistema de este tipo, la interna o la externa?

¿Cómo fueron utilizados los créditos públicos? ¿Fueron éstos consumidos por los gastos corrientes del presupuesto o se invirtieron para obtener en el futuro ingresos mayores? ¿Qué importancia tuvo la deuda pública en relación con el crecimiento y la diversificación de la economía?

¿Qué importancia tuvo la moneda nacional, en cuanto a su sobrevaluación o subvaluación, para adquirir préstamos internos y externos, y cuál fue su influencia para el desarrollo económico?

¿Qué efecto tuvo, para el servicio de la deuda externa, el llamado problema de la transferencia del sistema monetario propio a otro?

¿Cuál fue la influencia de los acreedores nacionales como grupo de presión sobre los gobiernos, y cuál fue el alcance de la presión de los acreedores extranjeros en el marco de un *informal imperialism*?

¿Cuáles fueron las consecuencias que experimentaba un país deudor latinoamericano al pasar a la zona de influencia de otra potencia hegemónica y acreedora en la época del imperialismo clásico?

¿Puede compararse la deuda pública de los gobiernos latinoamericanos posteriores a la independencia con la actual?

¿Qué caminos y qué posibilidades existieron y existen para la liquidación de la deuda pública latinoamericana?

2. Los estudios

La intención del presente volumen es confrontar concepciones en torno al endeudamiento público desarrolladas por economistas con descripciones y análisis de casos concretos de naciones latinoamericanas presentados por historiadores. Dentro de esta confrontación teórico-empírica Albert Fishlow, como economista, subraya la diferencia fundamental entre las dos formas viables de endeudamiento público: entre, primero, empréstitos a corto plazo para financiar un déficit temporal en los presupuestos públicos, y segundo, empréstitos a largo plazo para financiar inversiones públicas y privadas en la infraestructura nacional. El primer tipo de empréstitos es de consumo y consiguientemente peligroso, ya que un exceso tanto en el tiempo de un empréstito como en la tasa de interés representa un gravamen fuerte en los presupuestos públicos y el desarrollo económico y social. El segundo tipo de empréstitos es de desarrollo y lleva a una expansión económica que producirá ingresos adicionales para pagar los intereses contratados. Este segundo tipo es exitoso siempre y cuando la tasa de crecimiento de los ingresos públicos y privados obtenidos por las inversiones sobrepase la tasa de interés, de modo que sirvan en una fase posterior para la amortización de los empréstitos. En el primer tipo de empréstitos, caracterizado como peligroso, no existe, por el contrario, un aumento permanente de la producción.

Fishlow destaca también la diferencia fundamental entre la deuda externa y la interna. La deuda externa necesita, para el servicio de sus intereses y amortizaciones, además de ingresos públicos suficientes, moneda extranjera o metales preciosos, los cuales son obtenidos, salvo excepciones, en el comercio exterior, sobrepasando el conocido problema de la transferencia (*transfer problem*) de un sistema monetario a otro. Por el contrario, la deuda interna necesita para su servicio únicamente ingresos públicos suficientes en la propia moneda.

Manfred Nitsch examina las teorías económicas sobre la deuda externa discutidas después de la crisis de la década de 1980: comienza con el análisis de las concepciones marxistas, poco convincentes, para continuar después con el modelo neoli-

beral dominante, analizado ya por Fishlow, y defendido por los representantes del Banco Mundial y los de muchas otras instituciones internacionales y nacionales. Según este modelo, el gobierno de una nación en vías de desarrollo se endeuda en el exterior por falta de ingresos adecuados y de ahorros nacionales, entrando así en un ciclo de endeudamiento externo. Adentrado en esta situación, tiene que financiar el servicio de su deuda externa aumentando los ingresos estatales y las exportaciones. El nivel de los ingresos y los ahorros sigue creciendo hasta el punto en que el gobierno puede amortizar las deudas externas, hasta que el país se desenvuelve como país acreedor, como los Estados Unidos de América después de la Primera Guerra Mundial.

Nitsch analiza también los conceptos de Raúl Prebisch y de otros economistas "estructuralistas" o *cepalistas* de América Latina. Estas políticas recomendaban unas reformas económicas estructurales y una industrialización proteccionista con el propósito de substituir las importaciones. Debido al fracaso rotundo del *cepalismo* y a las dificultades del modelo neoclásico, Nitsch recomienda las teorías de los monetaristas keynesianos. Estas teorías destacan la dominación de las finanzas en comparación con los otros factores de producción y con el mercado de mercancías. Recomendán, como única salida del endeudamiento externo para un país en vías de desarrollo, el camino espinoso de devaluar la moneda propia en mayor grado que son devaluadas las monedas de los países desarrollados, además de forjar las inversiones productivas para así aumentar las exportaciones.

Analizando las finanzas públicas de tres Estados liberales (Argentina, Chile y México) entre 1860 y 1910, Marcello Carmagnani deriva una estrategia presupuestaria común a las respectivas clases dirigentes. Esta política presupuestaria del liberalismo conservador en América Latina consistía en frenar el crecimiento de los egresos y en aumentar los impuestos.

Para el mismo período de 1860-1930 Rory Miller hace hincapié en la necesidad de distinguir entre el crédito de los diferentes países latinoamericanos en el mercado de capitales de Londres. Los bonos de los empréstitos de Brasil, Chile y Argentina

se mantenían en cotizaciones altas y producían réditos continuos para los inversionistas ingleses en comparación con los bonos de los otros países latinoamericanos, que resultaron ser especulativos, produciendo así ganancias únicamente a los promotores de ellos. Después de la Primera Guerra Mundial, la plaza de Londres sintió más que antes la competencia de los mercados de capitales del continente europeo, de Nueva York e incluso de los mercados internos de las naciones latinoamericanas mismas. Así, sucedió que los gobiernos de Argentina y Chile emitieron empréstitos también en la bolsa de valores de Nueva York. Miller llega a la conclusión de que las cifras sobre la deuda externa de los países latinoamericanos entre 1860 y 1930 siguieron siendo defectuosas y contradictorias, y recomienda investigaciones más detalladas que incluyeran la prensa financiera y los archivos de los bancos involucrados.

En todas las grandes repúblicas hispanoamericanas, los gobiernos centrales, prosiguiendo la herencia colonial, recurrieron no sólo a empréstitos externos, sino también a los siguientes instrumentos de la deuda interna: préstamos obtenidos de otras cuentas de la caja central o de otras tesorerías gubernamentales o semiestatales; contribuciones forzosas; empréstitos forzosos; empréstitos voluntarios de la deuda pública interna; emisión de vales o pagarés de aduana y, finalmente, de billetes de papel moneda.

Samuel Amaral destaca que desde 1821, con el papel moneda, el gobierno de Buenos Aires recurrió a instrumentos de crédito público mucho más modernos y menos conflictivos en comparación con las contribuciones y empréstitos forzosos en la década anterior. Al analizar el enorme crecimiento del endeudamiento externo durante la expansión económica de Argentina, en las últimas dos décadas del siglo XIX, Roberto Cortés Conde llega a la conclusión de que ésta no fue la causa principal de la crisis de pagos, financiera y bancaria de 1890, como hasta ahora se ha sostenido. Lo fue, más bien, la reacción del público argentino que, ante el desorden financiero, retiró sus ahorros de los bancos de emisión y se refugió en el atesoramiento de oro.

Chile, que había cumplido continuamente con las obligaciones de su primera deuda externa a partir de 1842, desde la década de 1850, con los nuevos mercados para su trigo y su cobre, entró, como subraya Eduardo Cavieres, en una nueva fase del endeudamiento interno y externo. A partir de 1880, con los ingresos provenientes del salitre, experimentó un segundo ciclo de expansión económica y de endeudamiento público.

Brasil sirvió los intereses y amortizaciones de su deuda tanto externa como interna con mayor continuidad que Argentina y Chile, y que cualquier otro país latinoamericano. Con los ingresos adicionales de la deuda pública, las élites agrarias conservadoras del sureste del país defendieron sus intereses financiando, como destaca Barbara Levy, los gastos militares de la Guerra de Independencia, la formación de las instituciones del Estado nacional centralista, la unidad nacional contra las rebeliones en las provincias en un país de dimensiones continentales y la lucha expansionista por la hegemonía en la cuenca del Plata, sobre todo durante la Guerra de Paraguay (1864-1870).

Barbara Tenenbaum describe la deuda interna de México desde finales de la época colonial. Para financiar las deudas originadas por la Guerra de Independencia y formar las instituciones del nuevo Estado nacional, el gobierno central mexicano, limitado por un déficit presupuestario estructural, dependía más de los créditos internos que de la deuda externa; después de los primeros empréstitos ingleses de 1824 y 1825 no tuvo acceso a nuevos préstamos del exterior, salvo excepciones, hasta 1888. Esta dependencia de créditos internos formó un mercado rudimentario de capitales servido por un grupo de comerciantes-banqueros o "agiotistas" nacionales y extranjeros. Javier Pérez Siller continúa el análisis del crecimiento de la deuda interna de México causado por el déficit presupuestario, que confronta con el de la deuda externa. Carlos Marichal dedica su enfoque al conjunto de la reestructuración de la deuda externa e interna y a las reformas que dieron comienzo a un sistema bancario y a la formación de un mercado más moderno de capitales, desde la década de 1880 hasta 1910.

Alfonso W. Quiroz estudia la deuda externa e interna de Perú en la Época del Guano, desde su reestructuración, y en la

época posterior a la Guerra del Pacífico hasta 1914, centrándose, como Carlos Marichal, en las instituciones financieras, sobre todo los bancos, y en el mercado interno de capitales.

Para Venezuela, Susan Berglund describe el desarrollo de la deuda pública después de la secesión del país de la Gran Colombia hasta 1870, período financiero caracterizado por el total descrédito del gobierno en el exterior e interior debido a las tristes consecuencias de una guerra civil.

Finalmente, Reinhard Liehr estudia la economía débil y periférica de la República Federal de Centroamérica y su Hacienda pública deficitaria. Las tensiones políticas permanentes y las guerras civiles entre los estados centroamericanos aumentaron los déficit y, por fin, terminaron con la federación. Por el descrédito del gobierno federal, las posibilidades del endeudamiento interno eran limitadas. Los ingresos reducidos del empréstito externo se consumieron en gastos militares corrientes, dejando a cada uno de los Estados resultantes de la federación una herencia de deuda inglesa que ellos – con una sola excepción – traspasaron de una conversión a otra hasta fechas recientes.

I

DEUDA PUBLICA Y TEORIA ECONOMICA EN AMERICA LATINA

Albert Fishlow

Latin American Nineteenth Century Public Debt: Theory and Practice

1. Introduction

On the eve of the First World War Latin American countries had accumulated public foreign debts aggregating to more than two billion dollars. This was not the whole of foreign investment, by any means. Total external capital was probably more than four times as large, and private applications much more rapidly growing from the last quarter of the nineteenth century forward. Where governments had stood as virtually the only borrowers at mid-century, in their place by 1913 stood private railways, public utilities and other enterprises reflecting both direct as well as portfolio investment.¹

The principal creditor, on both private and public account, was Great Britain. London was the financial center to which Latin Americans primarily turned. Paris, as well as Berlin, was much more directed to European and colonial lending and the pursuit of political influence. New York was to make its large scale debut only in the 1920s. This reliance upon Britain was especially notable for government securities. While less than half of total investment, the British share in governmental debt in Latin America probably exceeded 80 percent.

Public borrowing in Latin America during the nineteenth century was not a tranquil and continuous process. It was char-

1 For our purposes, these orders of magnitude will do. They come from secondary estimates that are flawed in known ways as estimates of investment; but as estimates of debt, the nominal sums are obviously closer to the mark. See Table 1.

acterized by discontinuity, default and differentiation. Governmental debt, like private applications, shared in the long swing movements of the British economy and capital market; it could hardly be otherwise: after the mid-century public proceeds progressively were applied to investment in infra-structure, exactly like direct private investment in such facilities.

That variability is part of the story of the failure of most Latin American sovereign borrowers to service their obligations continuously. After an early and nearly universal experience of default in the 1820s – Brazil was an exception – virtually all Latin American countries returned to the better graces of creditors in the 1850s. Yet, by 1913 Peru had been forced to settle its debt by delivering assets to a private corporation; Mexico, racked again by internal political turmoil, was on the verge of default once more; Brazil was to require another funding loan to avoid the same fate; and Argentina had emerged only in the late 1890s from a painful restructuring of its debt.

In this paper, I hope to provide a theoretical basis for a better understanding of the fragility of Latin American borrowing and the frequency of default during the nineteenth century. Section 2 focuses on that theory while Section 3 introduces three episodes of nineteenth century practice. Section 4 provides a brief conclusion.

2. Theoretical Considerations

It is useful to differentiate two distinct motivations for public borrowing. One, short-term in character, is deficit smoothing. Faced with a temporary shortfall in revenues or a temporary increase in expenditures, a strategy of financing the deficit may dominate an immediate adjustment. The critical determinants in the choice are the rates of time preference and of interest. So long as the former exceeds the latter, it pays to borrow. The reason is that a more even pattern of consumption dominates an irregular one.

The second reason for public borrowing is longer term in character. It is to use public credit, or guarantee, in order to achieve lower cost resources for investment purposes. In this instance, the public sector intervention contributes to more efficient financial intermediation and greater investment. The greater the absence of financial markets, and the larger the role of the state in direct infrastructure investment, the more extensive the need for public borrowing. Again interest rates matter, but this time they are to be evaluated against the return from the productive application of the resources.

Figure 1: Revenue and Developmental Borrowing

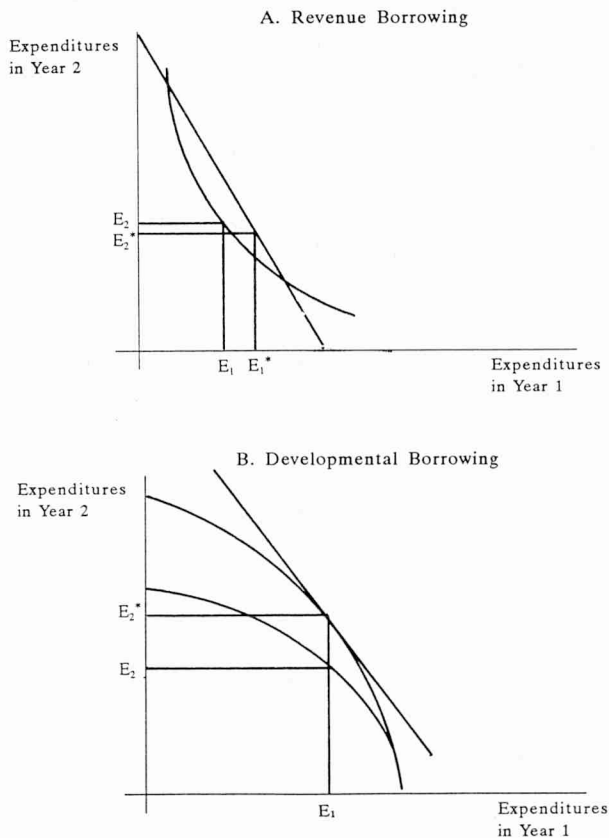


Figure 1 helps to distinguish between these cases. Panel A shows revenue borrowing to smooth public expenditure between two periods. For exogenous reasons related to some external shock, expenditure capability next period will be greater than now, defining the initial pair, E_1, E_2 . Given that there is diminishing substitution between these expenditures and that the interest rate, measured by the angle emanating from the initial equilibrium, does not exceed the marginal rate of substitution, there is a superior couplet, E_1^*, E_2^* that can be attained. It pays to borrow the difference between E_1^* and E_1 and repay it with interest in the next period. But there is no permanent gain in production.

In Panel B we consider development borrowing. Now there is a transformation curve relating expenditure capability in the two periods. If there is investment, measured as the difference between actual and potential expenditures in the first period, it yields a positive return in the second. So long as the return exceeds the interest rate at which one can borrow, it pays to increase investment in the first period. That surplus is shown in the figure as $E_2^* - E_2$. The yield on public investment will liquidate the debt while leaving a dividend for expenditure in the second.

Thus far the emphasis has simply been on borrowing regardless of source. The need for external rather than internal borrowing originates in two circumstances. One is a lack of sufficient internal resources, which may be expected to reflect itself in higher domestic rates of interest. The other is a need for foreign exchange to balance the foreign accounts. Ex post, foreign lending will create its own demand for imports; that is one of the motivations for creditors to extend such credits. But ex ante, governments undertaking large investment projects also understood the importance of having foreign exchange available to pay for the rails, locomotives, engineering services, etc. that were part of the cost of railway construction, for example. Even if surplus savings were available domestically, they could not be applied productively in the absence of import capacity.

Foreign rather than internal borrowing sets up a dual transfer problem. First, governments must secure the required debt service in domestic currency. Then public authorities must convert these primary surpluses available for debt service into foreign exchange to meet their external obligations. Thus they must be able both to tax adequately to generate the fiscal surplus as well as to have the capacity to transfer it abroad. An internal debt is conceptually differentiated only by its service in domestic currency; when it was denominated at issue, as governments sometimes did, in gold, it is not different from a debt contracted in London. All the rest is a false accounting distinction, which has no additional juridical merit; foreign purchasers of such obligations have the same recourse to international law and political pressure, as was exemplified in Latin America several times in the nineteenth century.²

Where internal debt potentially can be substituted by domestic currency issue, foreign debt cannot, if foreign exchange is the key necessity. Governments choose internal debt rather than monetary expansion in order to elicit voluntary savings in preference to an inflation tax and forced savings. In the end, the inflation tax can be evaded and its collection limited by public unwillingness to accept currency. However, it is important to note that Latin American governments frequently had resort to increases in monetary issue when faced with deficits. No Latin American country managed a permanent conversion to the gold standard that would have imposed much greater internal discipline and lesser domestic inflation. Even with the silver standard there was a continuing depreciation vis-a-vis gold at the end of the century.

External debt brought with it new responsibilities to earn foreign exchange through expanded trade. It also meant susceptibility to external creditor pressures as well as exposure to varying conditions in international capital markets. But these liabilities were offset by a determining reality. Interest rates

2 This is another pitfall in the estimates of foreign public debt that most estimates do not consider.

for foreign borrowing, high as they might be, were much lower than those available locally. Latin American countries were capital poor, if resource rich. The public sector needed funds if it were to fulfill its role in encouraging investment. There was a further effect of public creditworthiness in attracting additional foreign investment in private activities.

Borrowing did not, and need not, always yield a happy result. Mistakes of over-borrowing, and over-lending, are easily made when an uncertain future is at stake. In fact, these were compounded by explicit fraud perpetrated by dishonest officials and bankers at the height of market enthusiasm. Neglecting those aberrations, we can consider the critical factors which in theory determine whether resort to external public borrowing is likely to yield success or not.

We can formalize some of these viability conditions in more detail. For revenue borrowing, the critical necessity is the domestic capacity to generate future revenue surpluses independently of the contribution of the borrowed funds. By presumption, the latter are primarily directed to consumption needs. Underlying such capacity must therefore be a cyclical reversal in either revenues or outlays. In the former case, it may be recovery in trade or, more generally, economic activity from a temporary adverse shock; in the latter, reduction of extraordinary outlays on war can provide the necessary surplus.

Only exceptionally would a ratio of debt to revenues in excess of unity be prudent for revenue borrowing. Firstly, optimal debt itself would be less than the short-fall in revenue (or increase in expenditure) since in future periods there would have to be a corresponding adjustment the other way. To sustain an even consumption path one cannot fully compensate for the adverse shock. Secondly, such a rule allows for compensation for several years of below average performance, say four years of more than 25 percent in each year. Thirdly, subsequent service of the debt, at the expense of other expenditures would rarely be feasible at higher ratios. Debt service easily could reach ten percent of actual proceeds, given the discounts at which securi-

ties sold, and reallocation of ten percent of later average outlays is a considerable task for most governments.

For developmental borrowing, one must take into account the returns achieved from public expenditure. The setting is thus dynamic rather than static. One solvency rule is that the rate of growth of public revenues exceed the interest rate. In these circumstances it is even possible to achieve a stable, maximum debt-revenue ratio under conditions of continuous public primary deficits. That limiting ratio would be given by $d/(r_g - i)$, where d is the deficit as a ratio of revenues; r_g is the rate of growth of revenues; and i is the rate of interest. A continuous 5 percent deficit, with revenues growing at 6 percent annually and interest rates at 4 percent, would thus translate into a limiting debt-revenue ratio of 2.5. The 6 percent annual increase in debt – 4 percent from interest and a 2 percent primary deficit (5 percent of revenues divided by 2.5) – is exactly offset by the growth in revenues.

But as interest rates rise relative to revenue growth, the limiting ratio becomes very much larger and creditors lose confidence in the ability to cover progressively higher debt service charges that, in turn, are entirely financed by new debt. Here it becomes clear how variation in supply affects the outcome. An inability to continue to borrow exposes the debtor to finding resources oneself, and the former primary deficit must become a surplus. If the debtor cannot achieve such a surplus, then debt cannot be serviced even if the long-term position is stable.

If interest rates exceed revenue growth, as for much of Latin American nineteenth century borrowing they did, a less demanding rule for stability is possible. If primary surpluses are earned to pay some fraction of debt service without resort to borrowing to cover them, it is possible to attain a stable debt-revenue position. We can write the change in the debt-revenue ratio as follows: $\Delta D/R = (i - r_g) D/R - s$, where s is now the primary surplus as a ratio of revenues. A regular surplus of 5 percent now combines with an interest rate of 6 percent and revenue growth of 4 percent to yield a stable debt-revenue ratio of

2.5. However, note again that the earlier emphasis upon regularity of lending is now joined to continuity of surplus generation.

These calculations speak to the internal transfer problem independently of the external. Governments, coping with foreign creditors, enjoyed no such luxury. They had to effect payment in foreign exchange. Because of non-adherence to the gold standard and hence an inconvertible currency system, the rate of exchange became a central determinant of debt service capacity. When real exchange became dear, as it did when the balance of payments deteriorated, the costs of servicing the debt also rose and put additional strain upon the public sector. The same would not be the case when exchange rates deteriorated as a result of domestic monetary issue; for then, if governmental revenues increased proportionately, there would be the means to effect the foreign transfer. This distinction is frequently ignored in some narrative accounts that focus on the nominal rate.

As private foreign investment increased in importance in the latter part of the nineteenth century, its contribution to the balance of payments through capital inflows actually exceeded public sector influence. There was in addition the evolution of export earnings and the terms of trade that also played a role in determining the exchange rate. Thus the whole constellation of economic forces, and not only the evolution of the public sector, played a significant role in the ability to service foreign public debt once the external transfer problem is taken into account.

One can capture an important component of these forces, the balance of trade, by extending the earlier discussion to utilize the overall foreign capital-export ratio as a measure of country creditworthiness. Then, instead of limiting attention to revenues, we can now write for the change in the foreign capital-export ratio, $\Delta K_f/X = (i - r_x) K_f/X - t$, where r_x is the rate of growth of export earnings and t is the trade and non-factor service surplus. The evolution of the foreign capital-export ratio thus critically depends on the relationship between interest rates and the rate of growth of exports. If interest rates are less than export growth, it is possible to finance a continuing transfer of re-

sources consistent with a limiting ratio of capital to exports; if the reverse holds, then export surpluses must be generated to provide a means for servicing at least some fraction of external obligations. The reason why so many countries in Latin America in the nineteenth century had to sustain a surplus of exports over imports now becomes clearer. It is a mistake, however, to call this surplus an export of capital; capital export is measured by a surplus on the current account as a whole, including interest payments, and not on the trade account alone.

These theoretical principles can be utilized to examine in closer detail several features of the nineteenth century Latin American experience. Before doing so, I wish to extend the distinction between revenue and developmental borrowing to serve as a more focused basis for interpreting that history. I want to suggest that default for public revenue borrowers was more probable because of more easily violated lower limits of debt-service capacity in the absence of an increasing revenue base. Such default would be treated more politically in its attempted resolution, moreover, because there was a presumption of internal fiscal inadequacy as its cause. Debt relief would be expected because it was the best one could do, but it would bring with it a higher degree of supervision and control. Capital markets could be expected to take a dim view of new lending prospects for some time.

By contrast, development borrowing would be more successful in permitting the construction of an infrastructure and the integration of countries into an expanding world economy. Default, when it occurred, would be more related to an external transfer problem than an internal one. Its resolution would be associated with debt consolidation and extension of new credits. Par excellence, it was a matter of temporary liquidity rather than permanent insolvency. Economic growth could be counted upon to reinforce creditworthiness and capital markets would be more willing to extend new credits.

Figure 2: Characteristics of Borrowing

	Revenue Borrowing	Developmental Borrowing
Purpose	Consumption	Investment
Source of Repayment	Reduced Future Expenditure	Revenue Growth
Probability of Default	High	Low
Renegotiation Outcomes	Reduction in Permanent Debt Service	Temporary Assistance; Increased Lending
Probability of Intervention	High	Low
Future Access to Capital Markets	Impaired	Unimpaired

Figure 2 sets out this differentiation in tabular form. It applies, as does this discussion as a whole, to the larger global process of capital flow in the nineteenth century and not to Latin America alone.³ But it is now necessary to square these principles and hypotheses with the Latin American nineteenth century historical experience.

3. Practice

Three phases of nineteenth century Latin American public borrowing will be considered: the initial debt contracted in the 1820s, the crisis of the 1870s, and the Argentine and Brazilian defaults of the 1890s.

³ For a more general discussion of capital flows, see Fishlow (1985a).

a. The 1820s

Table 1 refers to the first of these historical episodes. It presents the face value of the bonds initially sold in London, the resources actually received, the effective rate of interest and amortization, and the debt-revenue ratio. The implicit debt service cost as a fraction of public revenues is the product of the last two.

Table 1: External Public Debt in the mid-1820s
(in Millions of Pound Sterling)

Country	Nominal Debt	Realized Value to State ^a	Annual Interest Service ^b on Realized Value	Nominal Debt/Public Revenue
Argentina	1.0	0.6	8.6 %	1.9 ^c
Brazil	5.1	3.0 ^d	8.4 %	4.6 ^e
Chile	1.0	0.6	8.6 %	3.2 ^e
Mexico	5.3	2.5	8.0 %	2.2 ^e
Peru	1.8	1.4	7.2 %	1.8
Gran Colombia	6.8	5.9 ^f	6.9 %	> 10

a After deduction of initial interest and amortization obligations.

b Interest service calculated on realized value *inclusive* of initial interest and amortization obligations.

c 1824.

d Excludes the £ 1.5 million Portuguese loan of 1823 which Brazil accepted as a condition for independence. This is included in the nominal debt and in annual debt service.

e Average 1824-25.

f Excludes any adjustment for deduction of initial interest and amortization.

Sources: Argentina: Peters (1934: 13) and Burgin (1946: 49); Brazil: *Estatísticas Históricas, Brasil* (1987, III: 522, 540, 570); Chile: Molina (1898: 90, 107-108, 205); Mexico: Wynne (1951, II: 5-7) and McGregor (1847: 1167); Peru: Wynne (1951, II: 109), Marichal (1989: 28), and Bethell (1987: 243); Gran Colombia: Marichal (1989: 28, 30-33) and McGregor (1847: 1243, 1329).

What is clear from Table 1 is the high effective interest rate all Latin American governments paid for the privilege of borrowing in the London market. The worst in this respect was Mexico, whose initial bonds, sold in 1824, fetched only fifty percent of par despite firm pledges of customs duties. As a result of

a much better price on a second issue, which also retired a fraction of the first at a favorable price, its average cost is slightly less than Chile's. Yet, even the best borrower, Brazil, was handicapped by being forced to accept £ 1.5 million in Portuguese obligations as a condition of independence; were that to be ignored, its terms promised a premium of just about double the going rate on Consols of a little more than 3 percent. No government could confidently expect to service resources borrowed on such terms, especially when their primary use was to enhance inadequate revenues whose future path was far from positive.

But the interest rate charged was still clearly much lower than the costs of resources obtained locally. Rates of 2 percent a month for commercial discounts were reported in Buenos Aires, and internal debt, despite depreciation, had to be forced on unwilling takers. Foreign funds permitted consolidation of internal accounts and an improved fiscal position. It is not accidental that local creditors were eager to see placement of these securities to enhance likelihood of internal debt service, and in some cases, took a lead role.

Despite the precariousness of these loans, prices of Latin American securities nonetheless actually improved through the beginning of 1825. One reason was the general euphoria characteristic of financial market peaks, in which there seems to be no limit to gain. But an important factor was the assured service of the bonds as a result of setting aside initial interest and sinking fund charges for as much as two years. This is what reduced realized values to the state, as shown in Table 1, so substantially. The promised premium on these investments was thus realized initially. The test of debt service from domestic revenues was only to come later.

All governments except Brazil failed it. One of the important reasons is found in the foreign debt-revenue ratios. These very much exceed the level of unity that could be deemed already to stretch credulity. Put another way, external debt service could absorb as much as a third of total receipts for these countries.

Already in difficult financial straits and laboring under internal debts as well, there was limited ability to restrain other applications in favor of foreign creditors. Indeed, several countries continued to run deficits, but now necessarily financed internally, and at exorbitant cost. Argentina, not for the last time, increased its inconvertible monetary issue.

The key aspect of failure was thus lack of fiscal responsibility rather than unreliable access to foreign exchange. Contemporaries understood. When Mexico sought access to another foreign loan in 1827, "Alexander Baring of Baring Brothers advised that Mexico first alter its fiscal system substantively before it promised to honor commitments previously broken" (Tenenbaum 1986b: 29). Although imports fell, sometimes dramatically, with the lack of further finance, and the additional curtailment of short-term trade credits to importers, Latin American exports experienced no equivalent contraction. Indeed, the import contraction, although prejudicing revenues by the reduction of import duties, would have facilitated access to foreign exchange for debt service, had the domestic resources been at hand.⁴

But they were not. The decision to default did not come easily. There was a commitment to continued integration in the international economy. Colombia actually borrowed from Mexico to meet its April 1826 payment after Peru had been forced to miss its scheduled payment. But the Peruvian Ambassador's decision to reject a short-term loan from the Paris Rothschilds "on the grounds that it would prolong the agony but not solve the penury of his government" looks wise in hindsight (Marichal 1989: 55). No salvation was at hand in the form of additional credit; domestic austerity would have been necessary. Other countries were soon to follow, with the sole exception of Brazil.

That deviation is partially to be explained by reference to the growth in revenue that Brazil experienced. Although initial

4 The Argentine case, where exchange rates rapidly deteriorated after 1826, is no exception. There was a nominal devaluation associated with resort to domestic monetary issue rather than an external crisis.

debt service absorbed some 30 percent of proceeds, by 1828, the ratio had declined to a lower level. Brazil's lower cost of borrowing made feasible its relatively high debt-revenue ratio. It was that high, one should add, because Brazil absorbed a £ 1.5 million 1823 loan to Portugal as part of the peace settlement.

When it appeared that Brazilian service might be interrupted, it was possible to schedule a further loan in 1829 to relieve the pressure. Brazil was thus able to benefit from greater internal tranquillity emanating from its very different path to independence. For other countries, by contrast, the end of the 1820s ushered in internal political and military conflict which debilitated economic development. Mexico's lower debt-revenue ratio could not forestall default. Its expenditures did not allow for compression for repayment; immediately after default on the foreign loan, an internal issue of £ 1.6 million was necessary. Mexico did not have the option of returning to the capital market.

Consonant with the revenue default mode, one might expect foreign creditors to actively involve themselves in efforts to promote internal fiscal reform. Bondholders' appeals to the British Foreign Office for satisfaction of their claims were, however, not met with an affirmative response. Nonetheless, a range of incidents and interventions characterized the period following default in the 1820s.

To this subject that has aroused considerable debate, I wish to add three observations. One is that the lack of more overt intervention to collect outstanding debts, such as was later to appear in Turkey, Egypt and Greece, owes less to principle than other reasons. Specifically, there was not the same overriding political/strategic setting in Latin America in the 1830s as in the other cases. In addition, countries agreed to recognize their interest arrears, albeit with some concession in their amount and future interest rates. This alleviated the losses that otherwise might have accrued.

The second point is that the instances of intervention are the consequence of the very fiscal and political weakness that pre-

vented countries from servicing such debts. Internal obligations could and did provoke cases of representation by foreign ambassadors on behalf of their citizens. The Mexican Diplomatic Conventions with the force of treaties are exemplary. It was not the decision to commit to international integration that was at the root of the problem, nor could it be expected to resolve the fiscal impasse so many countries faced.

Thirdly, the actual payments of Latin American countries on the resources they received during this first episode of borrowing were better arrangements than they are frequently made out. With the exception of Brazil, debt service was invariably smaller than initially contracted as a result of renegotiations that typically reduced interest rates on interest arrears to three percent, and in some cases also reduced their outstanding amounts. Moreover, as argued above, the costs were far less onerous than reliance on internal sources that were the alternative. While creditors could manage in several cases to do better than the Consol rate, in others like Mexico and Peru, they did perceptibly worse.

The underlying problem in the 1820s was the deficiency of revenue borrowing. In the 1870s, during another debt crisis, we see an example of Latin American development borrowing and consequent different circumstances.

b. The 1870s

After a prolonged period in which little Latin American foreign borrowing was possible, most countries were able to return to capital markets in the more buoyant international conditions of the 1850s. But their access was limited. The purpose of most new loans during that decade was to refinance previous unmet obligations. During the next ten years and into the first half of the 1870s, much larger sums were made available for the first time for investment in infrastructure. Latin American governments embarked on a developmental role, catching up with the railway revolution under direct state guidance.

Table 2: The Debt Crisis of the 1870s (in Millions of Pound Sterling)

Country	External Public Debt	Total Public Debt (ca. 1877)	Total Foreign Investment	Foreign Investment/ Exports	Public Debt/ Revenue	Annual Growth of Exports 1871-75	Annual Growth of Revenue 1871-75
Argentina	11.3	16.4	25.7	2.2	4.0	12.5	4.8
Brazil	19.2	58.1	31.3	1.4	4.5	8.2 ^a	4.0 ^a
Chile	7.6	11.1	12.1	2.3	4.9	1.0	5.1 ^a
Peru	31.8	43.0	35.9	7.4	8.9 ^b	1.0	9.0

a Statistically significant at ten percent level.

b Includes guano receipts.

Sources: Mulhall (1880: 472); Peters (1934: 30-31); Abreu (1985b: 170); *Estatísticas Históricas, Brasil* (1987, III: 522, 570); *Statistical Abstract, Chile* (1919: 64, 70-72); Fenn (1889: 368-369, 396-397, 403, 541-542).

The much increased borrowing – government debt more than doubled in the decade between 1865 and 1875 – left countries vulnerable to the long swing in the international economy that saw a downturn in the 1870s. By 1876 eleven Latin American countries were in default. But perhaps the most interesting aspect of this period is the continuing ability of Argentina, Brazil and Chile to service their debts, especially in contrast to the case of the region's then largest debtor, Peru.

Table 2 provides some of the elements in the explanation. It records for these countries the magnitude of their debt and investment relative to revenues and exports. Several points stand out.

Firstly, the successful debtors, as a result of domestic economic growth and fiscal prudence, enjoyed both favorable debt-revenue and debt-export ratios. Peru was much more unfavorable on both dimensions, with consequently much greater debt service charges both on public sector revenues as well as on national foreign exchange earnings.

Secondly, successful debtors all enjoyed a much larger capacity to finance some of their needs internally rather than relying exclusively upon foreign loans. This was of special importance because all three countries experienced large increases in military outlays that were predominantly met by domestic levies rather than by foreign revenue borrowing. Each was able to utilize domestic monetary issue, bearing no interest, as an important part of finance, thereby alleviating subsequent service costs. Their more extensive internal financial capability averted any external transfer problem. Export growth slowed in all these countries at the end of the 1870s after better performance in the earlier 1870s as Table 2 shows.⁵ But default did not ensue.

Thirdly, all of the successes had enjoyed growing revenues from the 1860s on. Peru's high value, non-significant statisti-

⁵ The Chilean aberration is more apparent than real. Compared to levels in the late 1860s earnings were substantially greater in that case as well.

cally, reflects less a steady cumulation than a previous sharp decline prior to the base for the calculations. It was relying primarily upon its seemingly inexhaustible stock of guano deposits to underwrite vast expenditures; it was living off its capital. As guano revenues became increasingly committed to debt service, there was a corresponding effect on disposable state income. Attempted fiscal reforms, and diversification into nitrates, came too late.

Fourthly, countries were able to avert default despite generally higher debt-revenue ratios than those of the 1820s. The reason is that these successful Latin American borrowers enjoyed much better borrowing terms in the 1870s than they had earlier. Issues were regularly sold with 5 to 6 percent coupons at prices of 90. Peru is differentiated adversely in this respect as well. The 1872 loan of £ 22 million was a complete failure, with a public subscription of only £ 230,000. The net proceeds of the issue, after final placement, amounted to £ 13 million (Wynne 1951, II: 119).

Capital markets, despite the considerable publicity attached to the frauds and excesses in lending to Costa Rica, Honduras, Paraguay and Santo Domingo in the Report of the British Select Committee on Foreign Loans, were able to make distinctions. The four borrowers discussed here accounted for some 70 percent of public borrowing during the period.

The Peruvian default, this time, is not a pure case of revenue borrowing come to grief as I had categorized the 1876 default in my earlier article, "Lessons from the Past." Rather it is better described as a combination of consumption and poor investment borrowing. Loan proceeds were not committed exclusively to refinance and current governmental outlays. The size of the Peruvian debt is testimony to the weight given to attempted modernization through railway construction. Undaunted by the technical difficulties, or the associated cost, the Peruvian government confided in the capacities of the American contractor, Henry Meiggs, to construct railways into the Andes. It was an expenditure, however, totally unjustified by the potential re-

turns it might achieve. Infrastructure investment is not in itself an assurance of successful developmental borrowing.

*c. The 1890s*⁶

Argentina and Brazil were the largest borrowers in the next upsurge of lending to Latin America in the 1880s. Both experienced debt service difficulties in the 1890s. Their resolution illuminates further the distinction between revenue and developmental borrowing.

Argentina entered upon a rapid decade of development in the 1880s. Railroad and other investment underwrote transformation from a pastoral into a grain economy. Foreign capital played an important part in the boom. But so did very expansive internal credit creation. Despite large inflows of foreign exchange, so extensive was monetary growth that Argentina was forced to leave the gold standard in 1885. By the end of the 1880s provincial borrowing abroad was greatly stepped up to underwrite the creation of a new national banking system, whose development contributed to a more than trebling of fiduciary circulation between 1887 and 1890.

Enthusiasm for Argentine lending did not survive such internal economic policies and increasing political uncertainty. The Baring Panic was the last stage of waning Argentine creditworthiness, not the first. It sealed the inability to approach the capital market for new issues, and increased the importance of Argentine debt to the stability of the British, and international, financial system.

Argentine default was therefore met by an early effort to restore debt service. An agreement with the Rothschild Committee led to a special Morgan issue of £ 15 million in 1891 to cover interest on national obligations for a period of three years. Interest would be paid by issues of the bonds; more debt would solve the debt problem while Argentina adjusted its fiscal and

6 This discussion is drawn from my more extensive treatment in Fishlow (1989b).

balance of payments disequilibrium. The latter stood out: the trade deficit in 1890 was almost three times as large as debt service obligations.

That arrangement did not last. A new agreement was reached in 1893 that substituted some outright debt relief. The Romero settlement reduced interest payments for five years and payments for amortization until 1901. In the event, Argentina opted to resume full interest payments a year ahead of schedule. By the end of the decade, Argentina also succeeded in restoring convertibility of the peso at the then market rate. A period of very rapid growth followed at rates in excess of six percent a year. New flows of foreign capital financed something like half of national investment.

Several aspects of this settlement are worth noting. Firstly, the degree of debt relief was relatively modest, confined as it was to the national debt and for a limited period. Much larger gains were derived by the *de facto* failure to service provincial and municipal debts. Argentina was a development defaulter whose rapid expansion of exports and thereby product and revenue would give it the means to meet its obligations.

Secondly, it had been the rapid reversal of capital flows and relatively stagnant exports between 1888 and 1891 that contributed to the default, rather than a fiscal collapse. The 1890 fiscal deficit was smaller than in any of the three previous years. Rather, the need to compress imports resulted in 1891 in an increasing deficit owing to diminished import customs duties. The recognition of the foreign exchange problem was also seen in the imposition of new duties collectible in gold. That gave the government direct access to foreign exchange.

Thirdly, because it was a developmental rather than a fiscal crisis, it required compression of imports and adjustment of income and wages to restore equilibrium. The real economy, and not only financial arrangements, was important. Once such measures were underway, national credit was quickly restored. Government four percent bonds redeemed provincial debts advantageously, and railroad guarantees were analogously funded.

In the Brazilian case, there was also expansion in the latter part of the 1880s. Economic circumstances were complicated by political changes. With the fall of the Empire and the abolition of slavery came a large increase in the money supply and domestic inflation and exchange rate depreciation. These domestic developments were complicated by the Baring Panic that diminished enthusiasm for British foreign investment in Latin America as a whole. But continuing good export performance enabled Brazil to service its foreign debt and to extend its domestic expansion until later in the decade. Two loans were floated in 1893 and 1895 at five percent, and the latter at a price of 85.

The magnitude of the exchange rate depreciation imposed monetary discipline from 1892 forward. But it was to take full effect only in 1898. As a result of deterioration in the balance of payments Brazil, well after Argentina, contracted a funding loan that consolidated debt, postponed amortization and financed continuing interest payments. One of the conditions of the arrangement was a more spartan economic policy. Corresponding to external finance, it was necessary to reduce domestic monetary issue. Unlike Argentina in 1891, Brazil complied, ushering in a deflationary period that lasted until 1902.

Brazilian growth thereafter was rapid and benefitted from an expanding international economy and foreign investment. But the real story was a rise in value of exports of 5.4 percent a year in value terms, but only 0.1 percent in volume. Under the impulse of an excess supply of coffee, Brazil sustained a diversification into the industrial sector in the pre-War years.

Brazil's 1898 Funding Loan provided for no interest rate relief. While it stressed internal economic policy, the focus was much more on the exchange rate than upon fiscal revenues. Brazil's fiscal capacity is amply indicated by the capacity to live up to the Rothschild agreement, generating surpluses adequate to retire monetary issue. New sales taxes and tariff collections in gold contributed to such an achievement.

But the principal point to emphasize again is the central role of the balance of payments in provoking crisis and leading re-

covery. But unlike the case of Argentina, capital market instability played no role in the outcome. It was cyclical demand for coffee coupled with its oversupply, that did in Brazil.

This comparison of the two cases also clarifies another issue. Adjustment of the Argentine and Brazilian economies was necessitated not exclusively because of foreign lending, but because they were integrated into the world economy through trade as well. Although Brazil managed access to the capital market, and never actually defaulted, while Argentina did, Brazil nonetheless had to undergo a painful adjustment during the Murtinho years. Lending could and did exaggerate susceptibility to external shocks, but perhaps above all, it gave considerable latitude for expansionary domestic policy that too, was a prime factor in the eventual cyclical decline before the next wave of recovery.

4. Conclusion

The nineteenth century covers long periods of Latin American indebtedness and default. What we have seen is that they were not of common cause nor identical consequence. Early on, countries sought foreign help to finance their current public expenditures; this unfortunate beginning continued for some countries virtually to century's end. But for others, the beginning of railway and other public investments afforded an opportunity for increased investment and expansion. This development borrowing helped to finance the needed expenditures for public and private provision of infrastructure. Failure was not excluded, but when it occurred, it was resolved faster and more effectively than was the case of revenue borrowing.

Indeed, more effectively than we have seen in recent years. The rhythms of an expanding global economy, with free-trade Britain at its center, in conjunction with attentive investment banks, smoothed over the problems of developmental borrowers

afflicted by growing pains. In the 1980s alas, the slow response of the industrial countries to Latin America's debt problem has complicated recovery. Ironically, despite the extensive positive internal reforms that have been accomplished throughout the region, prospects for the next century still remain in doubt. History provides a useful perspective on the present.

Manfred Nitsch

Economic Theory and Latin American External Debt

1. Introduction

The prolonged debt crisis of the 1980s has given rise to recent theoretical debates on the fundamentals of international debt. As is to be expected, each of the different schools of economic thought adheres to its basic premises, and the resulting therapies vary accordingly. However, there are some converging views as well. This chapter will briefly describe where opinions agree and differ. Hopefully this summary will also shed some light on the past, even though the discussions of the 19th and early 20th centuries are not dealt with. Since most of the authors in this volume are distinguished historians but not necessarily professional economists, an effort will be made to keep the economists' often barely understandable jargon – for which the Brazilians invented the poignant term *economês* –, to a minimum. On the other hand, a rather broad range of bibliography is referred to and quoted so that readers with a particular interest in the pertinent theoretical discussions can find the necessary material. The paper will not go beyond economics into the much broader field of "development studies," firstly because there is enough food for thought in the field of economic theory, "debt" being undoubtedly a genuinely economic subject, and secondly because topics such as economy-ecology, -culture, -democracy, -happiness, -values, etc. would each warrant an essay of its own.

It would seem particularly appropriate to start the survey of contemporary theories on debt at a conference of historians with a reference to the work of Charles Kindleberger, one of the world's leading scholars of economic history, followed by a brief summary of Marxist approaches to the problem. The ruling orthodoxy, i.e., the World Bank's "debt cycle" theory, will then be discussed. In their turn Latin Americans have developed a body of heterodox "structuralist" theorems which counter and absorb large parts of the "Northern" doctrines and which are indispensable to an understanding of what the world looks like from the debtors' perspective. Finally, the "Monetary Keynesians" are introduced. These are particularly strong at the Department of Economics and Business Administration of the Free University of Berlin where they form a very active "Berlin School," and with whom our small group of economists at the interdisciplinary Institute of Latin American Studies have close contacts and largely identify with.

The debt crisis has not only revived the fundamental macroeconomic and political economy approaches to development and underdevelopment at the periphery of the world system, but it has also enhanced the microeconomic discussion on "institutions" dealing with the crisis. Both politically and pragmatically the interests of the individual actors are analyzed with regard to institutional change, gaps, hypertrophies, and dynamics in search of accommodating mutual interests rather than implementing specific development strategies based upon certain macroeconomic doctrines. This article thus ends with a short resumé, in the light of micro- or institutional economic theory, of some of the suggestions brought up by economists to improve the present debt crisis management or even to "solve" the crisis.

2. Kindleberger's Inductive Model of Financial Crises

In his pioneering study of financial crises from 1720 to 1970 and his subsequent work on the crash or near-crash of October 19, 1987, Charles Kindleberger (1978, 1988, 1989) developed a model which he himself summarizes as follows (Kindleberger 1989: 172-173):

One starts from an autonomous shock to the system that alters profit opportunities,...it may be the outbreak of war or the arrival of peace, a good harvest, a bad harvest, a pervasive innovation such as the railroad or automobile, a discovery, an oil shock like those of 1973 and 1979. The displacement can be financial, rather than real.... Whatever the shock, a reordering of investment priorities is called for, an investment boom is started, and it may – I avoid saying it must – go too far. The boom may subside by itself.... Often, however, destabilizing speculation sets in...there may be a panic...to hold the panic...[t]here should be a lender of last resort, who makes money freely available against sound assets.

When applying this pattern to the debt crisis of the 1980s, Kindleberger is primarily concerned about the U.S.A.'s inability and unwillingness to act as "world stabiliser" (Kindleberger 1989: 312) and about the absence of a lender of last resort. He is sceptical with regard to "shared responsibility" and doubts the ability of the IMF to act as quickly as required in moments of panic. His reference to "Basle," i.e., the Bank for International Settlements (BIS) as the bank of the world's central banks shows, however, that he acknowledges the important role of this rather discreet institution which during the 1982 Mexico crisis was the fast-moving "fire brigade" bringing together the necessary "bridging loans" from its member central banks at very short notice (Nitsch 1987, 1989a), i.e., acting as some kind of collective lender of last resort.

Kindleberger's analysis is akin to conventional business cycle theories where "growth" and "development" play a secondary role, and his inductive method leaves theorists of the various denominations somewhat dissatisfied. It is therefore in-

teresting to examine what theoretical economists consider to constitute the inner logic of the phenomena which Kindleberger so aptly describes and summarizes in an inductive manner.

3. Marxist Approaches to External Debt and the Present Debt Crisis

In the tradition of Hilferding (1910) and Lenin (1960 [1916]) Marxists have always stressed the exploitative and crisis-, if not war-prone character of finance capital exports and their logical counterpart, debt, on the basis of overaccumulation and underconsumption in the metropolitan countries (for Latin America see Marichal 1980 and 1989). The capitalist world system is seen as a hierarchy with "hegemonic cycles." In accordance with Schubert (1985), Altvater and Hübner (1987, 1989) depict the present debt crisis, in a manner highly compatible with Kindleberger's view, as an outcome of the U.S. hegemonic crisis:

The internal causes of national debt crises may very well vary from country to country, but the international debt crisis is a direct product of the transformation of the U.S. American hegemonic system (Altvater and Hübner 1989: 61; all translations from German and Spanish texts by MN).

The main economic indicator of the crisis is the interest rate which is kept high not only to attract foreign capital to the U.S.A. with both its budget and balance of payments deficits, but also because of the rising risk premium in a "monetary nonsystem" (John Williamson) approaching the characteristics of gambling in "Casino Capitalism" (Susan Strange). Their suggested way out which in 1987 still consisted of a "new international economic order" (Altvater and Hübner 1987: 28; quoting Fidel Castro, i.e., hinting at a socialist alternative) turned more modest two years later (Altvater and Hübner: 1989: 67-68), when only stricter political intervention and international regulation were advocated. Most recently Altvater (1991) has elaborated on the principles which were to guide such global

regulation, namely democratic participation, public discourse and control as well as ecological considerations.

For the developing debtor countries, a "net resource transfer" towards the North, i.e., a surplus of exports over imports by which the debtors service their obligations, is a highly scandalous phenomenon indicating a drain from the "open veins of Latin America" (Eduardo Galeano) rather than a reasonable cure by "growing out of debt" as the IMF tries to suggest (Alt-vater and Hübner 1987: 22). Franz Hinkelammert (1988) from Costa Rica sharply criticizes the recent export surplus of Latin America, comparing the resulting international transfer to the Marshall Plan – only that it works the other way round, i.e., from the debtor to the creditor.

The payment of interest on a loan is, of course, always a "net resource transfer," even at clearly nonusurious rates, and the accounting balance between imports and exports of a country can hardly be taken by itself as a reliable macroeconomic indicator of a "drain" (see the devastating criticism of the "myth of the resource transfer" by Riese [1986: 170-175]). Otherwise, industrial countries with chronic export surpluses such as Japan and Germany would also have to be categorized as drained and exploited. However, there is more than a grain of truth in the argument, once it is placed against the background of the traumatic, sudden compression of imports after 1982, the serious fiscal problems, the curtailment of investments, and the concomitant inflationary processes which went hand in hand with the export surplus of the 1980s. That is why Hinkelammert, who is not very convincing when he deduces the debt peonage of the Latin American countries from their recent export surplus, gains credibility when he refers to the sheer impossibility of servicing the debt in the face of high interest rates (due to the U.S. policies already referred to), to rising protectionism (particularly with regard to the first stages of raw materials manufacturing and other "sensitive" products) and to persistent export-promoting policies by Japan, Germany and some of the East Asian Newly Industrializing Countries (NICs). Therefore he is really arguing that the problem lies not so much with the net

transfer per se, but in the present environment which so drastically limits exportation that a net repayment of the debt becomes impossible. In Hinkelammert's own words (1988: 79-80):

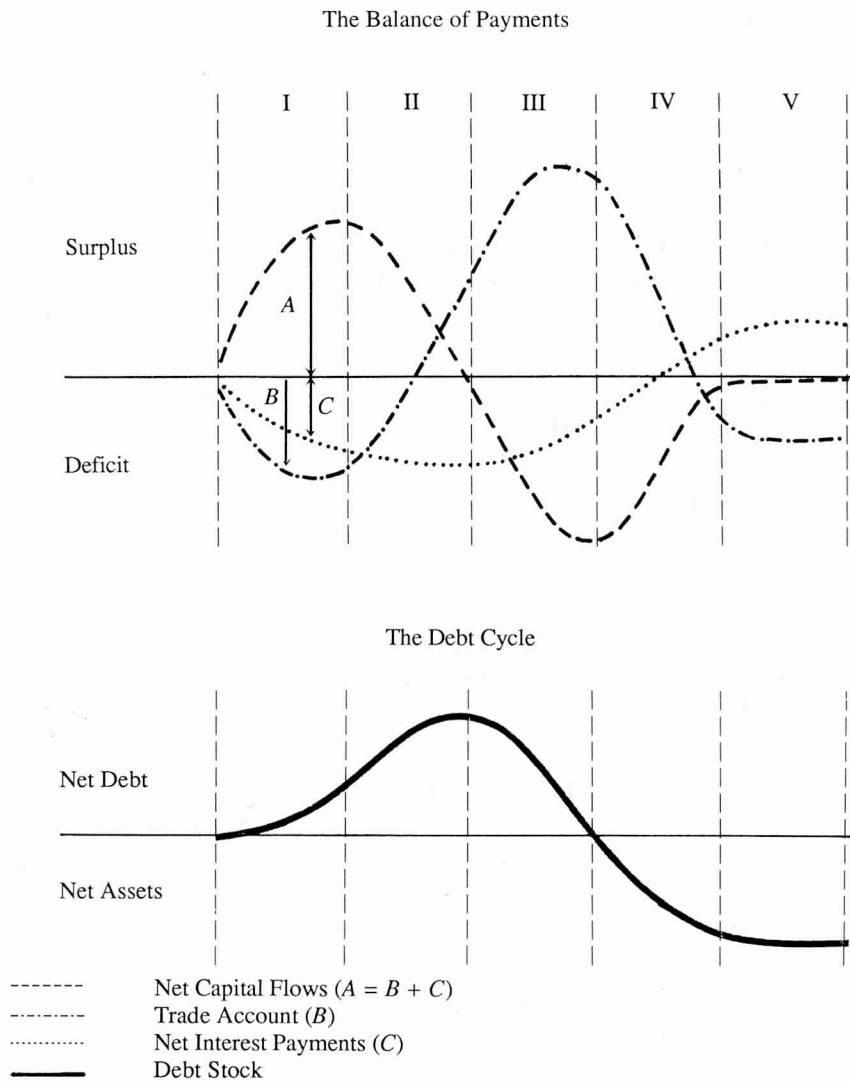
That debts are unpayable is not a catastrophe for the creditor, – on the contrary. He who can service his debts, repays them and remains a free man. However, he who has unpayable debts, loses his freedom.... He falls into slavery: The unpayable debts have turned Latin America into a Sisyphus who never arrives where he wants to go and who never is allowed to rest.... That is why the declaration of the debts to be unpayable was a declaration of definitive victory for the international banks and the countries of the center, whereas it was a declaration of long-term defeat for Latin America.

4. The Orthodox View

In contrast to the global political economy inherent in both Kindleberger's and the Marxists' approach, the orthodox view, as epitomized by the World Bank's *World Development Report 1985*, takes the nation-state as its sole political framework and limits itself to rather mechanical economics. The leading textbook of development economics, Gerald Meier's (1989: 246-247) *Leading Issues in Economic Development* gives the following explanation to the reproduction of the World Bank's graph (see Figure 1):

A borrowing country proceeds through a sequence of growth-cum-debt phases.... [W]hen investment and government expenditures exceed savings and taxes, there is a real resource gap, which is filled by an excess of imports over exports in the current account. The external debt that finances the excess imports is the financial counterpart to the real resource transfer. A developing country will therefore proceed through stages in which the resource gap, then the debt, and finally the income level rise. In the later phase, the resource gap declines first, followed by the debt, while the income level continues to rise.... Once savings become greater than domestic investment plus the interest payments, the resource surplus can be utilized for amortization, and the debt will fall...until the indebtedness is repaid.

Figure 1: Balance of Payments Flows and Debt Stock During the Debt Cycle



Source: World Bank (1985: 47).

The historical examples on which the debt-cycle hypothesis draws (Siebert 1989) are the U.S.A. between the Civil War and the end of World War I or II as well as post-war Germany, Japan and – more recently – South Korea. Since this view has been, and still is, highly influential as the implicit theory behind public opinion and policies as well as the explicit tool of formal modelling in planning ministries and financing agencies, it calls for a somewhat more detailed evaluation.

The political economy points of criticism have already been mentioned – that boom and slump have been global rather than national phenomena over more than the last two hundred years and that hegemonic cycles in hierarchical structures rather than symmetrical relationships between sovereign nation-states as equals have dominated the world economic system. This means that the corresponding willingness and ability of the trading and borrowing/loaning partners, assumed as perfectly suitable to the needs of the country in question undergoing the debt cycle, cannot be taken for granted.

However, the model is not only problematic in terms of its implicit political economy, but also highly doubtful with regard to its straight economics, particularly to savings and investment. The classical economists used to conceive savings as some kind of fund which was supposed to be the prerequisite for investment, and it is this approach which still makes Neo-classicists as well as some Marxists (e.g., Schubert 1985: 273) prone to the idea that domestic savings can and should be "supplemented" by external funds to close the "real resource gap," whereas a surplus of savings over investment and exports over imports would mean a "drain" abroad of real domestic resources. Although this concept is quite convincing to the non-economist and the planning model mechanic alike, because in the individual household, the idea of supplementing one's own internal "savings" with external mortgages to finance a housing or any other "investment" is easily understood on the microeconomic level, the transfer of this model to the aggregate macroeconomic level turns out to be utterly misleading, once

the implicit classical assumption of full employment is relaxed. Ever since the "Keynesian Revolution" of the 1930s and 40s, aggregate macroeconomic savings are considered a residual, determined by the more or less autonomous decisions of the individual firms, households and governmental bodies with regard to consumption, investment, fiscal incomes and expenditures, exports and imports. Whenever an unused potential of idle real domestic resources, including labor, is put into play – and that is, after all, what development economics is all about – investment and exports cannot be said to be realized at the expense of consumption, but should be viewed as income-generating activities which in turn make possible further consumption and accumulation.

Thus, as countries continue to borrow, i.e., during the debt-increasing phases, the model fallaciously insists that imports are the bottleneck of development. Given the century-old mercantilist view and practical experience of development via export promotion, this basic premise should have met with great scepticism, but it did not, largely because of the quasi-engineering suggestion that modern investments in infrastructure as well as factories be viewed strictly in terms of the imported machinery they often require; it was overlooked that "investment" in the economic sense comprises also all kinds of spending for buildings and other domestic goods which would generate a stream of monetary income as well as nonmonetary utility in the future. Some imported machinery is certainly crucial for the implementation of nearly every major development project, but the bulk of macroeconomic "investment" is always executed with local resources. Investment and exports are the bottlenecks of economic development, not savings and imports.

In addition, the proponents of the debt-cycle hypothesis hit further difficulties when trying to explain the transition from debt-increasing to -decreasing phases. Siebert (1989) gives the following reasons why countries may be stuck at "half cycle": borrowing for consumption, low productivity of capital, worsening terms of trade and a rise in the real interest rate. Quoting

Kindleberger, he mentions Guatemala as a case for a "cycle of debt and default" (Siebert 1989: 225) instead of a "full debt cycle." The blame for not completing the cycle is characteristically put on the behavior of the debtor, i.e., his "high time preference" or "great impatience," using foreign funds for consumption and/or current budget deficits rather than for investment.

This argument can be criticized not only for its bias against the debtor which downplays external factors, but for mixing two different dimensions: In the first place, consumption and deficit financing of current public expenditure is always detrimental to long-term accumulation (not necessarily to short-term stabilization of employment), regardless of the state of external accounts; and on the other hand, changes in the stock of net debt are always a balance of gross foreign exchange receipts and expenditures in which individual loans only form a certain, mostly minor part. In macroeconomic terms, the use of the total of foreign exchange receipts of a certain period – export proceeds, transfers, and loans – has to be evaluated, since just like in a budget, a certain income cannot be directly related to a specific expenditure. That means it is possible that despite an apparently consumptive use of a certain foreign loan the rest of the foreign exchange income could be used for such highly productive purposes that the country's economic capacity is greatly advanced toward becoming a net creditor in the long run. Similarly, and more importantly, the productive use of a particular loan does not necessarily mean the enhancement of the country's economic development when it wastes its other foreign exchange resources and/or internal resources on consumption and imports. It is always the total of all items on a balance sheet which counts, not an individual transaction or item. That is also why Fishlow's (1995) distinction between "revenue borrowing" and "development borrowing" may not be as clearcut as it looks at first sight, even though one has to admit that the declared or obvious developmental misuse of a specific loan usually can be taken as a rather reliable indicator for the general mismanagement of the economy.

The debt-cycle model is not only convenient for the construction of planning models, for providing the developing countries with a justification for growth-cum-debt policies and for the case-by-case treatment of Third World nations by creditors and their clubs and committees, but it also serves to paint a harmonious picture of North-South economic interdependence: either the capital needs of the South require an export surplus from the North (e.g., Germany and Japan), or the switch from net debt growth to net repayment requires increased market access for the South, i.e., a deficit by Northern countries (e.g., the U.S.A.). Thus it is overlooked that complementarity is rather a North-North phenomenon at the South's expense: the U.S. deficit on current account (exports minus imports) is the outcome of large capital imports due to high interest rates, and German and Japanese surpluses are due to export promotion and undervaluation policies which – in a finite world – force their trading partners into a situation of overvaluation of their currencies making exports more difficult. Seen from this angle, the "net resource transfer" abroad from Germany and Japan benefits the U.S.A., not the developing countries. Consequently, as already pointed out, the highly indebted middle-income countries of Latin America confront both high real interest rates, stemming from U.S. policies, and structural export difficulties, except for cheap industrial raw materials, like iron ore, because of the German and Japanese export bias. These formidable handicaps can only be overcome by considerable debt reduction and export drives which successfully conquer world market shares from competitors and win market access from established interests. As the recent GATT talks remind us, this is hardly to be expected for and from the bulk of the Latin American countries, except perhaps for a small country of strategic interest such as Bolivia, – and even here the export drive (for coca) cannot at all be considered to be the outcome of complementary national interests.

The congruence of the debt-cycle model with the theory of "modernization" and Rostow's model of "Stages of Economic

Growth" (Rostow 1960) – from the "traditional society" and the emergence of the "preconditions for take-off" to the "take-off" with its rise in the rate of net investment, the drive to "maturity" and "selfsustained growth" and finally the "mass-consumption society" – gives the sequence a certain optimistic and quasi-deterministic touch. Any obstacle on the path of progress is easily reduced to a stumbling block, and crises tend to be viewed as accidents on that road rather than reshufflings of hegemonic hierarchies and definite defeats or victories as quoted in the preceding pages. With regard to the debt issue, that means an obvious bias toward considering the present Latin American crisis a "liquidity" problem rather than one of "insolvency." The corresponding therapy includes stretching of maturities, new money, adjustment, as well as growth and export policies in order to "grow out of debt." Only in very special cases and under extraordinary circumstances is the need for substantial debt reduction for individual countries recognized. It should be noted that Figure 1 represents an overly optimistic bias even in its graphics: the implicit annual interest rate amounts to only 3.5 percent; once a realistic real interest rate of, let us say, eight percent is assumed, the volume of the necessary trade account surplus in phase III becomes much more formidable.

On the whole, the orthodox view of debt and development conveys a rather harmonious and optimistic picture of the status quo and the foreseeable future, and it stresses manageability and mutual interests over the antagonistic traits of the problem.

5. The Structuralist Tradition in Latin America

European textbooks about international economics start off with the closed, autarchic national economy which, in the case of a two-countries, two-goods and two-factors model, opens up in order to enjoy the benefits of international trade: each country tends to specialize in the good of its comparative advantage, and both are better off once free trade has its way. This

model, first formulated by David Ricardo (1817), reflects the experience of Europe where modern times, enlightenment, industrial revolution, colonialism, imperialism and increased mass consumption have marched in step with the opening up of relatively closed traditional agrarian economies.

However, former colonial regions of the world view history differently: modern times begin with the traumatic experience of colonialism on the victims' side, and ever since "development" as well as "underdevelopment" is largely shaped by outside forces, such as price movements, technological breakthroughs, new discoveries and world wars. No wonder that the Weltanschauung with regard to international economic relations tends to differ substantially between eurocentric orthodoxy and the views from the South.

In Latin America, the United Nations Economic Commission for Latin America (ECLA) – later to be renamed Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC), Spanish: Comisión Económica para América Latina (CEPAL) and respectively Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPALC) – took the intellectual and political lead in the post-World War II era under its first Executive Secretary Raul Prebisch (1962[1949]).¹ Prebisch became famous because of his argument that the terms of trade for the raw-material exporting countries suffered secular worsening. Even though his statistical basis did not prove to be completely reliable and the Korea Boom of the early 1950s seemed to belie his thesis shortly after its first publication in 1949, the subsequent slump in international commodity prices gave it so much credence that *cepalismo* became the dominant economic doctrine in the region. Its debate with orthodoxy over the causes of inflation and its cures centered around "monetarist" vs. "structuralist" approaches, the former stressing monetary factors and policies and the latter structural reforms such as land and tax reforms, import-substituting industrialization, modernization of agri-

1 For a summary of "Latin American Economics" see Fishlow (1985b).

culture, regional integration in Latin America and a new international economic order. The center-periphery model introduced by Prebisch was later radicalized by the *dependencia* school (see Sautter 1986 and Nitsch 1986 for a survey and a debate on its reception in Germany), before the Southern Cone swung toward the Right and monetarist experiments, which did not solve Latin America's development problems either. Ever since the outbreak of the present debt crisis in 1982, "a pragmatic neo-structuralism appears to be gaining influence throughout the region," as Fishlow (1985b: 142) puts it.² Most recently, in view of the crumbling of the Eastern bloc, the pendulum may even be seen as having again moved toward orthodoxy, i.e., more emphasis on markets, external openness and monetary considerations can be detected in virtually all political and academic *pronunciamentos* with regard to economic policy, without, however, discarding (neo-)structuralism altogether or openly propagating "Chicago Boys" economics, as the Southern Cone dictatorships had done in the 1970s.

Foreign exchange constraint has formed a basic tenet of the structuralist as well as the orthodox paradigm, so that running into debt has generally been seen as an easing of that constraint rather than a lure into the debt trap. Even though the more radical exponents of structuralism have raised a great deal of criticism against multinational corporations and their behavior in Latin America, the positive attitude of nearly all political and intellectual Latin American currents toward capital imports has made it easy for the Northern orthodoxy to gain general acceptance of its message of complementary interests between the export-surplus capital-exporting North and the import-surplus capital-importing "developing" South. Further, Official Development Assistance (ODA) gave this arrangement an even greater appearance of mutuality and altruism for development's sake because of the "soft" terms of some of the loans. On account of their inclination toward cheap money, a certain le-

2 See also Bitar (1988); Ffrench-Davis (1988), Ground (1986); Rosales (1988); Taylor and Arida (1988), and Villarreal (1986).

niency with regard to inflation, optimism with respect to the active role of the State in promoting development and an anti-oligarchic discourse, the structuralists have had, and still have, a hard time coming to grips with monetary discipline, as well as with export promotion. Leaving these "hard" aspects and facts of economic life to the "monetarists," however, made the advocates of heterodox approaches and the politicians who tried to put them into practice vulnerable to the criticism that they either, in fact, applied orthodox stabilization policies or let economic management slip out of their hands, thus provoking capital flight and hyper-inflation.

In the last few years the neo-structuralists have tried to gain advances in the monetary field, e.g., developing the theory of "inertial inflation" (Pereira and Nakano 1987), and various so-called "heterodox shocks" in Latin American countries were widely discussed, but Bitar's diagnosis of the structuralist approach being guilty of an "insufficient incorporation of the financial variables" (Bitar 1988: 47) is basically still correct. In the following pages an effort will be made to examine the possible contribution of Monetary Keynesianism to close this gap and eventually provide the missing link.

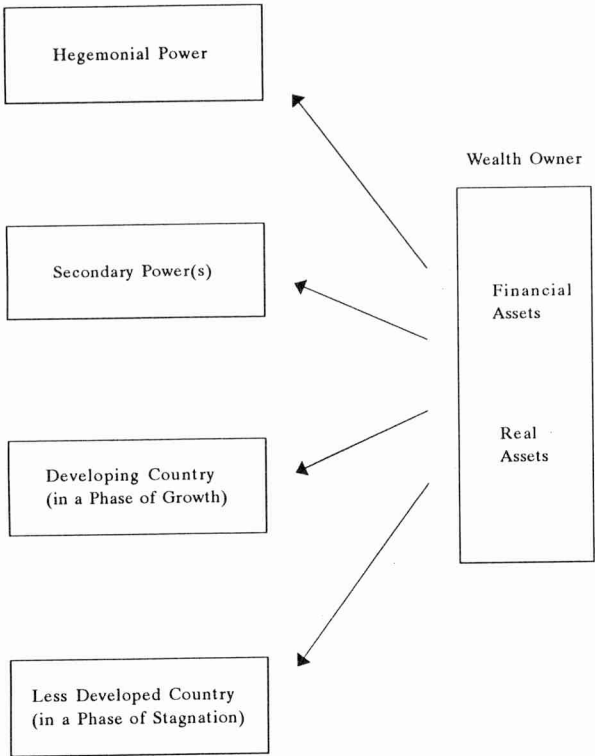
6. Monetary Keynesianism and Its Approach to the Debt Problem

In contrast to those who stress the "final demand" and the "fiscal policy" side of Keynes, Monetary Keynesians tend to emphasize the dominance of the financial over the real goods and factors sphere.³ On the micro level, the key agent and sovereign of the modern, i.e. monetarized, economy is the wealth owner whose portfolio dispositions according to his or her liquidity

³ See Davidson (1983-84); Kregel (1980); Minsky (1977, 1980); Moore (1979), and the *Journal of Post Keynesian Economics* for the discussion in English, and Riese (1986, 1989) and his "Berlin School" with Hauptmann (1987); Herr (1989); Lüken-Klaßen and Betz (1989); Nitsch (1993); Riese and Spahn (1989); Stadermann (1986), and Tober (Ms. 1991) for the German debate.

preference and risk propensity determine whether money is held or spent, loans are contracted, serviced and redeemed and equity instruments, such as shares, but also all other types of participation in equity, are underwritten, bought, sold and serviced with profit shares. Before entering into the discussion about the international alternatives for the wealth owner, we should note the typically Keynesian underemployment equilibrium concerning labor and other real resources: the productive enterprise will hire only as much labor as is compatible with the servicing of its liabilities and equity; its financiers, not its customers nor its workers have the final say, which means that there is always a cut-off point in the queue of job-seekers.

Figure 2: The Wealth Owner and the Hierarchy of National Currencies in the World Economy



In a world of many national currencies the wealth owners (be it a net wealth owner or an intermediary such as a bank or another type of firm in any part of the world and of any amount of wealth) can choose to invest in financial or real assets, and within the category of financial assets (including equity in productive enterprises), to hold liabilities (financial instruments including banknotes) of the hegemonic power (e.g. U.S.\$), the secondary powers (e.g. DM, Yen, Fr and £) or of the "developing country" or, finally, the "less developed country" (defined here in Figure 2 – for didactic purposes – as a country undergoing a phase of real income stagnation or decrease, whereas a "developing country" is defined as a Third World country in a phase of growth).

Productive enterprises in the "developing country" can attract the financial means necessary for real investment, thus providing income for labor and fuelling the process of accumulation and economic growth, only if they can offer a return on investment which can compete favorably with the alternatives, shown in Figure 2.

It is at this point that the peculiarities of Third World countries come into play: the huge international income and technology disparities are mirrored within those countries by what structuralists have called "structural heterogeneity," i.e., the apparently peaceful "dualism" of old and new, rich and poor, traditional and modern segments of society. At closer inspection, however, this turns out to be a conflict-ridden, precarious hierarchy of dominance and power between social groups and classes of various interlinked modes of production and reproduction. For a monetarized economy this means high risk premium, inflationary pressure, weak government with fiscal problems and foreign exchange control.

Coming back to the alternatives open to the wealth owners, any contract made in the currency of the "developing country," let alone the "less developed country," runs the risk of currency devaluation. Treasuries as well as commercial and savings banks have therefore introduced indexed bonds or other finan-

cial instruments in a number of countries, thus attracting funds which might otherwise flee abroad, but at the same time making the sources of finance for the domestic productive enterprises and for public services besides debt servicing more expensive so that they tend to be sustained by cheap credit and inflationary financing, respectively. Nevertheless, once the fiscal limits are reached, the wealth owners will withdraw their funds and – in spite of foreign exchange controls – switch into convertible currencies. Finally, within the "less developed country" only state enterprises and poor family enterprises in the countryside and in the so-called "informal" urban sector, both of which do not function according to the logic of a capitalist monetary economy, remain intact. The former have to struggle with all their well-known efficiency problems, and the latter can only keep on going so long as they are really poor. Money as a medium of exchange is, of course, also present with the *campesinos* and the urban *informales* in Latin America, but with increasing wealth the microeconomic integration in these household-enterprises of labor, land/dwelling and capital under the dominance of labor tends to break up when some members (typically men) start to behave as wealth owners, i.e., investing surpluses in lucrative financial and real assets beyond the control of the family.

The "developing country" is thus particularly prone to slip down the international hierarchical scale into the status of a "less developed country" when external debts have accumulated to such a degree that they are unserviceable, exposing the exchange rate to the risk of even further deterioration and when indexed treasury bonds and similar instruments have led to a fiscal crisis which will bankrupt the State on its internal debt as well. At that point hyperinflation must be checked through monetary reform and external debt rescheduling or relief, if a total collapse of the economy is to be avoided (Ms. Tober 1991). The Central Bank and the Government of the "less developed country" will have to regain the confidence of internal as well as external wealth owners in order to return to the position of

a "developing country." In this process the "state of confidence," a key term in Keynes' *General Theory* (Keynes 1936: chap. 12), plays a significant role, because the wealth owner's income from investment equals the sum of the non-pecuniary and the monetary net income from the respective asset. Consequently, the monetary return on investment in a productive enterprise must be all the higher when, given the returns and risks of international external investment opportunities, confidence in stable money and hence government and central bank policies, is demonstrably lowered. On the other hand, nationalist appeals can create a certain amount of non-pecuniary rewards for domestic wealth owners, and sanctions can increase the monetary as well as the non-pecuniary "transaction costs" of overcoming or eluding exchange controls.

Increased income for wealth owners, of course, then opens the questions of income distribution, structural reforms and democracy. The "state of confidence" for investors is not necessarily best guaranteed in a democratic regime, nor does a military dictatorship à la Pinochet or Marcos necessarily inspire "confidence." The post-1968 *dependentista* topics of capitalism vs. democracy and underdevelopment as the fate of the periphery in the world capitalist system (Frank 1968) thus return to the fore when we confront the implications of the simple portfolio model of Figure 2. After all, Lüken-Klaßen and Betz (1989: 218) state the purpose of their paper explicitly in *dependencia* terms: "We want to show...that the perspective of world-market related dependency can be analytically underpinned by the economics of Monetary Keynesianism."

Before turning to the question of how to make use of the benefits while avoiding the unquestionable flaws of the *dependencia* approach, let us look at the upper parts of Figure 2: the wealth owner can choose to invest in the financial instruments of the hegemon (if there is one) or of secondary economic powers. In a stable hegemonic system the key-currency country typically acts as the world's banker offering high non-pecuniary rewards to its foreign depositors, which correspond to low mo-

netary interest rates, while supplying the rest of the world with relatively cheap credit and investment. That was the arrangement under the Gold Standard which, to a great extent, was, in fact, a £-Standard (Ford 1962), as well as under the U.S.\$-Standard in the Bretton-Woods System of the post-World War II era. The 1970s and 1980s, however, saw the advent of a multi-currency standard (Herr 1989; Stadermann 1986, and the above-quoted Marxist sources) with rivalling "strong," fully convertible currencies. While the U.S.A. as well as smaller countries such as Australia, Italy, etc., by offering high interest rates, were each in a position to attract foreign capital and not scare away local wealth owners, Japan and Germany were showing high and persistent export surpluses brought about by applying policies which have kept their currencies undervalued. Both strategies, however, run counter to the aspirations and development necessities of the developing and the less developed countries, which are put in a situation which require virtually impossible "adjustment" and "debt-servicing" efforts.

As Riese (1989: 196) emphasizes:

The central thesis is that in view of their limited monetary and productive potential the developing countries are unable to counter the undervaluation strategies of leading industrial countries.... The conditions of the functioning of the world market make it thus impossible for the developing countries to carry the burden of the crisis – which means that the strategy of devaluation of the developing countries' currencies as propagated by recent academic research, as well as the strategy of consolidation of the balance of payments as the ruling monetary policy institutions advocate, are bound to fail.

This diagnosis rather bluntly confirms the famous characterization of economics as a "dismal science"; however, a great deal is gained by this sober reasoning, namely realism with respect to policy prescriptions and evaluations and the well-placed integration of monetary and financial variables into the non- or anti-orthodox analytical paradigm. In fact, even more so than during the 1960s when *dependencia* became the leading heterodox slogan in Latin America, in the "lost decade" of the 1980s

with its dragging debt crisis, it has become empirically evident that the asymmetries between Center and Periphery persist or grow and that the talk about "Newly Industrializing Countries" and "The Differentiation of the Periphery" (e.g., Hurtienne 1989; Mármora and Messner 1989) should not be misread as a general return to modernization theory and orthodox harmonism.

Academics and politicians alike have been paying increasing attention to pyramid climbing within the international hierarchy, not so much by the rich OPEC countries with their oil revenues, but focussing their analysis on South Korea and the other East Asian NICs. Although we cannot summarize here the results of all the very varied studies devoted to the NICs, we can refer to the explicitly Monetary Keynesian paper by Alfred Hannig (1989; see also Hauptmann 1987: 57-61, and Riese 1986) which should help to understand the policy implications of that approach.

Hannig (1989: 277-278) notes "three central contradictions" between the adjustment policies of South Korea and neoclassical theory:

- (1) There was marked, development-oriented protectionism – incompatible with liberal market theories.
- (2) The undervaluation of its currency, implemented by South Korea after 1980 signifies a price distortion....
- (3) Similar to Japan, South Korea has consciously concentrated on technology- and capital-intensive products with a high income elasticity of demand, i.e., goods which, under the aspect of comparative advantage, seemingly do not make sense, but in the long run strengthen South Korea's position on the world markets and satisfy increasing internal demand in the course of a rising propensity to consume.

The macroeconomic criteria for assessing an economic policy strategy or a constellation of market forces include not only these three – development- (i.e., investment- and export-) oriented ones, i.e., protectionism, currency undervaluation, and high-technology exports – but also the development of the internal market via progressive income and tax policies as well as wealth redistribution, the control of inflationary processes

under strong political leadership, including administrative measures, and the establishment of a functioning financial system – even if South Korea can hardly be seen as a model case for liberalization and "get-your-prices-right" policies in the financial sector, as some neoliberals would like to present it.

While the world markets and the international constellation of forces do not permit an advance on a broad front, an individual country, especially a small one, can still get through the eye of the needle. In the closing words of Lüken-Klaßen and Betz (1989: 263):

Of course, it can happen that the dishwasher becomes a millionaire. But he does so within the framework of a market system which again and again enforces that there continue to be enough dishwashers....Similarly, individual countries can, of course, escape from the state of dependency, but not all countries can be dragons.

They echo the important contribution of Wallerstein (1976; also Hopkins and Wallerstein 1977) to the Center-Periphery model of the modern world system: not only for economic, but also for political reasons a strictly dichotomic structure would not be viable, since it would obviously condemn the majority to a permanent state of inferiority, and in the presence of exclusively polarizing processes the "Center" could be sure to enjoy a permanent state of bliss. That is evidently not the case, so that a third category, called "Semiperiphery" by Wallerstein, is essential for the stability of the system. Indeed, Figure 2 includes even four categories of countries, since for monetary affairs especially, there is a marked difference between a hegemonic and a multi-currency standard within the group of the "Center," while the thresholds between a "developing country" and a "less developed country" on the one hand, and a competing but "secondary power" with a convertible currency on the other, are still large enough to warrant each an additional distinction, without being so large as to exclude a change of status. Such "ex-developing countries" of Europe as Spain, Greece and Portugal have already undergone it, while Turkey, Cyprus and the other Southeast and Central European nations are eager to make

the transition. On the contrary, nearly all the Latin American countries have only experienced the ups and downs between the "developing" and the "less developed country" categories.

For the individual country and its policy-makers (and intellectuals) the system thus leaves a certain degree of hope and room for maneuvering which tends to reinforce its stability and to lend credibility to single-nation paradigms such as the debt-cycle model, – even though for the rest of the world the fantasy of the dishwasher turned millionaire is probably still considered to be much less likely than in one's own country. Seen from the outside, the hierarchical model as such is less interesting than the form of the pyramid, its detailed structure, its career patterns, dominance mechanisms, opportunities of emancipation and cooperation as well as its stability and its inherent germs of war and chaos.

To sum up the review of macroeconomic approaches to the debt issue, a high degree of complementarity can be found between the structuralist and the Monetary Keynesian schools, both of which confront orthodoxy based on neoclassical growth-cum-debt models but, at the same time, accept the global capitalist world economy with its benefits and fallacies as it is rather than measure it with the yardstick of "socialist forms of social life" and the "project of a new society" (Hinkelammert 1988: 80-81) or a fundamentally "new" international economic order, as Marxists tend to do. This means that an amalgamation of structuralism and Monetary Keynesianism could provide a rather comprehensive heterodox answer in analytical terms as well as with regard to economic policy, even if such a project is not only a permanent and probably never-ending task, but would have to include many essential non-economic aspects such as democratic participation, ecological sustainability, and social justice. For strictly economic diagnosis and therapy, at present it is probably not easy to find a better set of analytical macroeconomic tools.⁴

4 Luiz G. Beluzzo provides in "Os keynesianos monetários," (*Isto é, Senhor*, São Paulo, July 17, 1991), p. 21, a competent Brazilian response to the "Berlin School" arguments, as exposed in this article.

7. Institutional Microeconomics and Debt Crisis Management

The main thrust of the recent economic literature about the Latin American debt crisis is, in fact, microeconomic in nature. Even famous authors of macroeconomic textbooks such as Fischer (1987) and Dornbusch (1989; Cardoso and Dornbusch 1989; Dornbusch et al. 1989) concentrate mostly on "burden-sharing" and institutional set-ups and reforms when writing on debt matters. Dornbusch's article on "overvaluation" (1988) quite interestingly reveals the uneasiness and undecidedness of this broad-minded economist with Latin leanings (but not to be counted as one of the Monetary Keynesians) when it comes to assessing an exchange rate policy on macroeconomic criteria between over- and undervaluation. He and Eliana Cardoso are obviously on much firmer ground when they present their "debt proposal" (Cardoso and Dornbusch 1989: 133) which reconciles the immediate interests of debtors and creditors in order to overcome the present crisis without trying to solve the differences in long-term macroeconomic thought.

Their pragmatic solution includes most parts of the "menu" offered and dealt with in recent debt negotiations: setting aside a certain amount of foreign exchange for servicing priority debts and for buying up, in the form of auctions, claims whose owners accept the highest discount; establishing a counterpart fund in local currency to be used for financing much-needed public investment and for debt-equity or debt-loan swaps. They complete the list by adding the international "Debt Guarantee and Refinancing Trust Fund" to be affiliated to the World Bank, as suggested by the Twentieth Century Fund Task Force on International Debt (Dornbusch 1989) and – in this and/or other forms – by other groups and individuals as well. And finally we should mention the debt-nature or -ecology link which tries to connect the protection of the environment, particularly tropical forests, with the reduction of debt (Oberndörfer 1989a, 1989b;

Speth 1987). It would certainly go too far to discuss the whole gamut of debt crisis management proposals, but some suggestions merit special attention in order to show the essentials of the microeconomic theory underpinning many of them.

The idea of buying up one's debts through regular auctions was elaborated on by Mike Faber in his Dudley Seers Memorial Lecture at the Free University of Berlin on the Sunday before the 1988 IMF/World Bank Annual Assembly in Berlin (Faber 1988). There he coined the phrase "theory of the second worst," which conveys a quite significant understanding of the pragmatic politics of debt negotiations, when the participating actors begin to move toward an official or silent agreement because all of them consider the alternatives worse than the proposed solution, even though nobody likes the outcome. It is even more significant for understanding the methodological approach of the new institutional economics, the mathematical expression of which is no longer the infinitesimal calculus for arriving at "optimum," i.e., first-best, or "second-best" solutions, but game theory, where two or more players try to win and/or avoid losses by following certain strategies whereby the result for each player depends on the behavior of the others, and where outright losses are often at stake.

The "rules of the game" (Dam 1982) evolve and change over time in such a way that repeated interactions lead to predictable behavior. The key concept is the "institution," defined as "a set of constraints which governs the behavioral relations among individuals or groups" (Nabli and Nugent 1989: 1335). Institution-building is thus particularly important when constraints lead to a situation in which all of the players in the game are better off than in a situation where each behaves freely without the constraint in question. The establishment of a traffic light is an easily understandable example for successful institution-building.

Another pertinent example relates to juridical norms and institutions, i.e., in the case of debt to bankruptcy laws and other rules related to illiquidity and insolvency of private persons as

well as business firms, municipalities, etc. The transfer of these institutional arrangements to the international sphere has been advocated and discussed rather widely,⁵ but in spite of the generally accepted conviction that unpayable debts warrant a specialized legal procedure in every state and every legal system, very little progress has been made on the international level – at least as far as formal agreements are concerned. With regard to *de facto* arrangements, the Brady Plan (Brady 1989; Kampffmeyer 1989, Devlin and Lustig 1990) has finally recognized the need for debt relief, and recent debt negotiations have moved toward bankruptcy-type deals, linking internal and external reductions of the overall public debt overhang in more or less comprehensive "monetary reforms," as required for reestablishing a functioning monetary economy (Tober Ms. 1991). The microeconomics of debt reduction is thus directly connected with the macroeconomics of a monetary economy. However, there is still a long way to go until fair and equal treatment (of both debtors and creditors), systems of binding sanctions and all the other details which go with an orderly bankruptcy or composition procedure are at last firmly established. This is true not only for the international level, but also for the bankruptcy of central governments when loss-sharing is on the agenda, and the unwritten debts of the social security systems and other "invisible" obligations of the state are easier to curtail than bonds and savings accounts which are often even formally indexed. For too many powerful players in the game it still seems worse to have constraints than to be free to act; only when one player after the other learns that the freedom of the rest worsens his situation more than do generally accepted constraints, can the "theory of the second worst" be applied as the practical basis for viable institution-building.

To summarize, microeconomic institutional analysis can be applied to reconcile the immediate interests of the various actors involved, regardless of their differing long-term objectives

5 See, e.g., Bacha (1982) and Fishlow (1982); Frank (1987); Kampffmeyer (1987); Malagardis (1990); Malagardis and Nitsch (1988); Nitsch (1987, 1989b), and Raffer (1990).

and macroeconomic approaches. How to deal with an overburdened debtor in a civilized way presents problems for orthodox and heterodox actors and intellectuals alike, and perhaps it is here, on the micro level, that economic theory can provide the most promising tools for policy-makers to contribute to the easing of the acute difficulties of developing countries. Equally, historians might be well advised to see if the tools of institutional microeconomics and game theory can also be useful for analyzing the management and/or mismanagement of past financial crashes and debt crises.

A final cautionary note should be added on the distinction between micro- and macroeconomics, since the borderline is not as clear as has perhaps suggested in the preceding pages. Every macro-economic approach struggles with its "microfoundations" and its institutional implications and varieties, and, on the other hand, the "new" institutional microeconomic approach does not content itself with the analysis of individual actors playing games, but, under the label of "New Political Economy," it seriously, and to a certain degree successfully, aspires to macro dimensions. That is why intermediate ("meso") terms such as "(de)regulation" and "regime" and the corresponding theoretical edifices have become fashionable, including in Latin America, and they have provided new and interesting stimuli across theoretical boundaries, from Marxism to Orthodoxy (e.g., Váth 1989). Those debates, however, have very rarely touched explicitly on the debt issue which is why they have been left out of this presentation.

II

LAS FINANZAS PUBLICAS: AMERICA LATINA Y EL MERCADO DE CAPITALES DE LONDRES

Marcello Carmagnani

Las finanzas de tres Estados liberales: Argentina, Chile y México, 1860-1910

Las finanzas públicas de los países latinoamericanos tienen una característica común en el siglo XIX: la presencia de grandes déficit provocados, según lo han sostenido algunos estudiosos de ayer y de hoy, por un exceso de gastos y por recursos insuficientes. Algunos estudiosos han visto el tendencial desequilibrio entre ingresos y egresos públicos como el resultado de la incorporación de las economías latinoamericanas al mercado capitalista y la consiguiente necesidad de construir Estados fuertes, "nacionales"; otros lo han visto como el resultado de la dominación sobre el naciente Estado por parte de un grupo notabiliario, la oligarquía; y otros, más realistas, lo han visto como el resultado del carácter "abierto" que asumen las economías latinoamericanas a partir de la segunda mitad del siglo XIX (Carmagnani 1984). Estas tres posibles interpretaciones tienen un elemento común: relacionan las finanzas públicas con el costo del Estado que asume la clase dirigente liberal. Se termina así por olvidar que las finanzas públicas son el resultado de una política presupuestaria caracterizada por la posibilidad de sustituir ingresos por egresos y viceversa y se pone en cambio el acento casi exclusivamente sobre los egresos, los gastos públicos.

Si se observa la interacción entre ingresos y egresos públicos en Argentina, Chile y México, notamos que mientras en el caso argentino el déficit público es estructural a lo largo de todo el período 1864-1915, en el caso chileno y mexicano el fenómeno es limitado al período 1866-1893 para Chile y al período 1867-1894 para México. Después de 1893-94, mientras las finanzas chilenas alternan déficit y activos, las finanzas mexicanas están,

hasta la Revolución, permanentemente en activo. Tendencialmente en México los saldos activos fluctúan entre un mínimo de 4,9 % y un máximo de 34,3 % de los egresos totales.

El análisis comparado de las finanzas públicas de los tres países considerados nos permite pensar que el déficit crónico en Argentina, la inestabilidad chilena y los saldos activos mexicanos apenas permitieron financiar los gastos corrientes en Argentina y Chile, mientras en México se logró incluso reducir la deuda pública.

*Cuadro 1: Ingresos y egresos públicos en Argentina, Chile y México
(tasas de incremento anual)*

Años	Argentina		Chile		México	
	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos
1850-59	-	-	1,5	1,4	-	-
1860-69	5,2	3,7	2,9	3,1	6,9	6,6
1870-79	1,4	- 0,7	3,2	1,2	5,7	2,3
1880-89	4,9	2,9	1,0	3,5	6,7	17,4
1890-99	16,3	14,0	5,8	6,6	4,1	1,4
1900-09	26,3	23,9	10,6	7,4	6,6	5,1
1910-14	58,7	1,1	1,6	1,0	4,8	5,4

Fuentes: para Argentina: *Anuario, Argentina* (1905-1910); *Memoria de Hacienda, Argentina* (1880-1919); *Anuario estadístico, Argentina* (1894-1914); Lorini (1910: 111); *Registro estadístico, Argentina* (1869-71); Schmitz (1894: 198-211); para Chile: Carmagnani (1971: 197-202); para México: *Memoria de Hacienda, México* (1868-82 [1867-82]); *Cuenta del Tesoro Federal, México* (1883-1911).

La observación de nuestros tres casos nos dice justamente que mientras en Argentina y Chile la política presupuestaria se caracterizó por un crecimiento de los ingresos no proporcional a los egresos, en México la política de presupuesto se caracteriza, en cambio, por una más rápida expansión de los ingresos.

La diferencia apuntada es, sin embargo, engañosa pues si observamos con la debida atención el cuadro 1 notamos que en to-

dos los países el crecimiento de los ingresos precede, y a un ritmo mucho más rápido, la expansión de los egresos. El cuadro 1 nos induce a pensar que la política presupuestaria de los tres países tiene una característica común: frenar el crecimiento de los egresos aumentando la presión tributaria. Esto significa que existe, no obstante la falta de comunicación y de relaciones financieras estables entre los tres países latinoamericanos que consideramos, una cierta idea común de cómo gestar las finanzas públicas. Esta idea común es la doctrina hacendaria liberal y en ella trataron de inspirarse ministros de Hacienda argentinos, como Vicente Fidel López, chilenos, como Miguel Cruchaga, y mexicanos, como Matías Romero.

El objetivo de aumentar la presión fiscal no fue siempre realizable. Esta circunstancia pone en evidencia una escasa flexibilidad de las finanzas públicas y en modo particular de los ingresos estatales, caracterizados por una acentuada rigidez estructural. Este fenómeno, que nos ilustra indirectamente las diferencias nacionales en el funcionamiento financiero de los Estados liberales en América Latina, se presenta en forma más rígida en Argentina que en Chile y México. El incremento de los ingresos chilenos y sobre todo de los mexicanos a partir de los años 1890 fue mucho más rápido que el incremento de los ingresos argentinos.

Cuadro 2: Ingresos públicos en Argentina, Chile y México, 1850-1910 (en porcentajes)

Años	Argentina						Chile			México			
	Aduanas			Otros			Aduanas			Aduanas			Otros
	Imp.	Exp.	Tot.	Imp.	Exp.	Tot.	Imp.	Exp.	Tot.	Imp.	Exp.	Tot.	
1850	-	-	-	-	-	-	59,0	41,0	-	-	-	-	-
1860	60,0	31,4	91,4	8,6	36,4	6,5	42,9	57,1	-	-	53,3	46,7	
1870	81,0	12,1	93,3	6,8	42,9	3,8	46,7	53,3	58,1	9,2	67,3	32,7	
1880	64,1	17,9	82,0	18,0	22,7	4,7	27,4	72,6	54,4	3,5	57,9	42,1	
1890	69,5	7,7	78,9	21,1	31,0	46,6	77,6	22,4	53,2	0,3	53,5	46,5	
1900	55,8	2,9	58,8	41,2	25,9	45,6	71,5	28,5	42,5	1,2	43,7	56,3	
1910	57,2	-	57,2	42,8	31,4	51,9	83,3	16,7	43,8	0,5	44,3	55,7	

Fuentes: Véase la nota del cuadro 1.

Nos podemos preguntar, a partir de las informaciones que presentamos en el cuadro 2, a cuáles factores es reconducible el diferente grado de rigidez de las finanzas públicas en nuestros tres países. La respuesta está, al parecer, en el alto porcentaje de los derechos aduaneros. Sin embargo es ésta una respuesta que no da ningún peso al proceso de transformación que conocen los ingresos, incluso los aduaneros, en nuestros tres países. En efecto, en dos países, Argentina y México, los derechos aduaneros en los ingresos totales disminuyen progresivamente pasando de 91,4 % a 57,2 % en Argentina y de 53,3 % a 44,3 % en México. La excepción es Chile, donde los ingresos aduaneros, por el contrario, aumentan pasando desde un 59 % a un 83,3 % de los ingresos totales.

Una mejor explicación del proceso de transformación de los ingresos públicos se obtiene desagregando los derechos aduaneros. Así notamos que la reducción de la participación de los ingresos aduaneros en los ingresos fiscales depende, tanto en Argentina como en México, de la progresiva eliminación de los derechos sobre las exportaciones mientras en Chile el aumento de los ingresos aduaneros depende de la mayor participación de los derechos de exportación de un producto, el salitre, que como sabemos no era realmente un impuesto de exportación sino más bien una renta del Estado.

Esta profunda transformación de los ingresos no es casual. No es una casualidad que el ministro de Hacienda de México declare en 1867 que uno de los objetivos de la reforma hacendaria era el de no hacer de los impuestos aduaneros la base del sistema fiscal (Carmagnani 1989: 473-74). Esto significa que la progresiva liberación de impuestos a los bienes exportados forma parte del ideario liberal de favorecer la circulación y aumentar la mercantilización de las economías.

El resultado final de la transformación fue el de estructurar en los tres países un sistema de ingresos públicos dependientes de la capacidad de consumo de bienes importados y de bienes internos. Con otras palabras, el sistema de las finanzas públicas comenzó a funcionar tratando de reducir, minimizar, la dependencia de los ingresos de los ciclos del comercio internacional.

En Argentina el proceso de progresiva diversificación de los ingresos públicos empezó un decenio antes de la crisis de 1890. Ya en los años 1880 la disminución de los ingresos obligó a buscar nuevos impuestos con el resultado de que entre 1884 y 1899, es decir en los años que preceden, acompañan y siguen la crisis de 1890, hay una tendencia hacia la progresiva reducción de los derechos aduaneros, especialmente sobre las exportaciones, y la introducción de nuevos impuestos sobre el consumo interno. Además de interrumpir el vínculo entre ingresos públicos y exportaciones, la década de 1880 se caracteriza también por la tendencial reducción de los derechos aduaneros sobre las importaciones. Este último tipo de impuesto, que se había revelado decisivo para la expansión de los ingresos estatales en el decenio 1860-1870, se estanca en la década siguiente y disminuye entre 1890 y 1900.

La ruptura de la interdependencia entre ingresos estatales y comercio exterior ilustra la precisa voluntad de la clase dirigente argentina de reducir la dependencia de las finanzas públicas del vínculo mercantil existente entre economía argentina y economía mundial, con el preciso objetivo de hacer más competitivas las exportaciones. Viene así a redefinirse el peso del comercio exterior en la evolución de la estructura financiera pública, peso que pasa de factor determinante a factor condicionante a partir de los años de 1890.

La búsqueda de nuevos recursos susceptibles de sustituir los impuestos sobre las exportaciones y garantizar la expansión de los ingresos públicos ilustra la capacidad de maniobra fiscal de la clase dirigente de los últimos decenios del siglo XIX. Si observamos el cuadro 2, notamos que entre 1880 y 1890 se registra un lento incremento de los ingresos clasificados como otros, es decir, de ingresos provenientes de actividades no vinculadas directamente con el comercio exterior. Esta tendencia se acelera a partir de 1890, con el resultado que ya en 1900 los ingresos públicos no dependientes del comercio exterior representan casi la mitad de los ingresos totales.

La crisis económica de 1890 permitirá a la clase dirigente argentina completar el proyecto financiero elaborado en los años de 1880. En 1890 el ministro de Hacienda Vicente Fidel López presenta al parlamento un proyecto de ley que establece una serie de nuevos impuestos directos sobre el alcohol, la cerveza, el tabaco y los fósforos. El mismo proyecto preveía también un impuesto sobre los dividendos y los beneficios de las sociedades anónimas argentinas y extranjeras, y sobre los contratos de seguro (Martínez 1898: 466; Dorfman 1970: 219).

Cuadro 3: Estructura de los ingresos públicos argentinos, 1850-1912 (en porcentajes)

	1888	1893	1896	1900	1905	1912
Renta patrimonial	6,8	3,9	7,2	10,6	5,4	3,3
Renta de servicios públicos	3,8	4,5	8,8	6,8	13,1	10,5
Impuestos directos	9,7	7,2	2,5	2,7	2,6	2,4
Herencias	8,2	6,7	2,4	2,5	2,4	2,1
Sociedades anónimas	1,5	0,5	0,1	0,2	0,2	0,3
Impuestos indirectos	79,7	83,4	81,5	79,9	78,9	83,8
Aduanas	74,1	74,8	66,3	53,8	55,7	63,1
Consumos	5,6	9,6	15,2	26,1	23,2	20,7

Fuentes: Anuario, Argentina (1905-1910); Memoria de Hacienda, Argentina (1880-1919); Anuario estadístico, Argentina (1894- 1914); Lorini (1910: 111); Registro estadístico, Argentina (1869-71); Schmitz (1894: 198-211).

El proyecto presentado al parlamento en el momento más agudo de la crisis económica, trataba de transformar y modernizar la estructura financiera del Estado. El cuadro 3 muestra que la gran transformación se hizo privilegiando un sector social. La transformación debería haber provocado una expansión de los impuestos sobre las utilidades financieras y las ganancias especulativas, circunstancia que no se dio pues, como se puede observar en el cuadro 3, los impuestos directos disminuyeron cuantitativamente entre 1888 y 1893, disminución que

se acelera una vez superada la coyuntura crítica. Los recursos que en el decenio de 1880 se obtenían de los impuestos directos se consiguen enajenando el patrimonio del Estado (ventas de tierras, derechos sobre los muelles fiscales, ferrocarriles, etc.) y de la expansión de los servicios públicos (correos y telégrafos). Es justamente la renta de los servicios públicos la que se expande más rápidamente mientras la renta patrimonial se frena después de 1900.

Cuadro 4: Estructura de los ingresos públicos mexicanos, 1870-1913
(en porcentajes)

	1878-9	1889-90	1893-4	1896-7	1900-1	1905-6	1912-3
Rentas							
patrimoniales	2,6	2,6	2,6	3,8	2,6	1,4	0,2
Renta de servicios							
públicos	4,3	3,4	4,3	3,7	5,5	5,3	6,0
Impuestos directos							
D.F. y Territorios	8,8	8,2	8,3	5,2	5,2	9,8	10,5
Impuestos indirectos							
Aduanas	58,7	55,0	42,4	45,4	45,1	47,8	43,5
Consumos	16,8	24,8	36,3	38,4	39,9	39,9	31,8

Fuentes: Memoria de Hacienda, México (1868-82 [1867-82]); Cuenta del Tesoro Federal, México (1883-1911).

La situación que hemos delineado para Argentina a partir de 1880 la volvemos a encontrar, casi en los mismos términos, en México. Como puede verse en el cuadro 4, los impuestos directos, que en México son los que derivan del control que ejerce el gobierno federal sobre el Distrito Federal y sobre los territorios de Baja California y Quintana Roo, tienden a reducirse a partir de los años 1890, reducción que es compensada por el aumento de las rentas patrimoniales y sobre todo por el que conoce la renta de los servicios públicos de correos y telégrafos. Es interesan-

te notar, especialmente para los impuestos directos que gravan la Ciudad de México, que es sólo en la fase terminal del Porfiriato cuando se recuperan a pesar que la gran expansión urbana acontece por lo menos un decenio antes, en los años de 1890.

*Cuadro 5: Estructura de los ingresos públicos chilenos, 1850-1910
(en porcentajes)*

	1850	1860	1870	1880	1890	1900	1910
Renta patrimonial	-	1,2	14,9	16,3	15,9	18,9	18,0
Renta de servicios públicos	6,2	2,6	2,6	3,0	1,3	4,1	3,7
Impuestos directos	-	-	-	-	-	-	0,2
Impuestos indirectos	79,9	83,8	72,5	55,4	79,5	77,0	78,1
Aduanas	60,6	63,9	55,8	41,9	78,7	77,0	77,4
Consumos	19,3	19,9	16,7	13,5	0,8	-	-
Otros	2,8	-	1,4	17,4	0,2	-	-

Fuente: Carmagnani (1971: 197-202).

El caso chileno ilustra, todavía con mayor fuerza, la precisa voluntad de la clase dirigente de utilizar la renta patrimonial y la renta de servicios públicos para evitar cualquier impuesto de tipo directo. En efecto, en Chile el salitre jugó un rol extraordinario en los años de 1880 y de 1890, como puede verse en el cuadro 5, pues la renta patrimonial, la venta de terrenos fiscales y de derechos mineros representó más del 15 % de los ingresos públicos totales. A diferencia de Argentina y México, los ingresos chilenos derivados del patrimonio estatal crecen muy rápidamente hasta representar en los primeros decenios de este siglo el 18 % de los ingresos públicos totales.

Si en nuestros tres países la reducida importancia de los impuestos directos está en relación con la posibilidad de expandir la renta del patrimonio estatal, ello significa entonces que la clase dirigente de los tres países se caracteriza también por una dimensión ideológica común, de tipo fronteriza. La conquis-

ta del desierto en Argentina, de la Araucanía y del Norte Grande en Chile, así como del Norte minero en México dan al aspecto fiscal del liberalismo una dimensión especial que no encontramos en la doctrina fiscal liberal europea.

Los cuadros 3, 4 y 5 ilustran también que la progresiva reducción de la dependencia de los ingresos públicos de los derechos aduaneros está en relación con la expansión, especialmente en Argentina y en México, de los impuestos indirectos sobre el consumo. Es sólo en Chile, por su excepcional situación derivada del salitre, que se reducen antes y se liquidan enseguida todos los impuestos sobre los consumos. En 1910 la renta salitrera representa el 51,9 % de los ingresos públicos totales.

La expansión de la venta salitrera en Chile jugó un rol similar a la crisis económica en Argentina y la reorientación político-económica que conoce México durante el Porfiriato. En Chile, la bonanza salitrera permitió cubrir la expansión del gasto público y a nivel de los ingresos favoreció la liberación de los demás bienes exportables sin tener que imponer nuevos impuestos. No sólo, los derechos de exportación sobre el salitre favorecieron además la abolición en 1880 del monopolio sobre el tabaco, que representaba más del 10 % de los ingresos públicos en los años de 1870, y crearon las condiciones para eliminar en 1880 las contribuciones de las casas comerciales (7,2 % de los ingresos públicos en 1887) y de la alcabala en 1889 (13,8 % de los ingresos públicos en 1887).

En Argentina y México observamos un notable crecimiento de los impuestos indirectos sobre el consumo en los ingresos públicos totales. Los impuestos indirectos sobre el consumo no representaban en Argentina, todavía en 1893, ni siquiera un 10 % de los ingresos públicos totales. Tres años más tarde, en 1896, han casi duplicado su participación, representando un 15,2 % de los ingresos totales. La participación de estos impuestos indirectos continua expandiendo, en forma más lenta, en los decenios siguientes. También en México observamos una tendencia similar: la mayor expansión acontece en los años de 1890 cuando los impuestos indirectos sobre el consumo llegan a re-

presentar casi un tercio de los ingresos públicos totales. Esta cuota la conservarán hasta fines del Porfiriato.

En Argentina y en México notamos así que la doctrina fiscal liberal, de acuerdo a la cual todos los ciudadanos deben participar en mantener el Estado según su capacidad de consumo, tuvo plena vigencia. No está de más recordar que Alberdi veía el principio de los impuestos indirectos como el "más conforme a sus principios, a los intereses que ella tiene en vista y a las circunstancias presentes del pueblo de la Confederación Argentina" y que este principio fue acogido en la Constitución de 1853 que establece que los impuestos directos constituyen un hecho excepcional (Alberdi 1858a: 229-230).

Los impuestos indirectos sobre el consumo afectaron más a las áreas urbanas que a las rurales, pues en 1896 los ingresos derivados de este tipo de impuesto fueron de 13,7 millones de pesos, de los cuales 5,3 millones se pagaron en el área de Buenos Aires, equivalente al 38,6 % del total, mientras que desde un punto de vista demográfico la capital federal representa apenas el 16,7 % de la población total.

La impresión de que los impuestos sobre el consumo afectaron mayormente a los grupos sociales urbanos, sobre todo a los emergentes, adquiere mayor fuerza si se analiza la relación entre el nuevo impuesto y los sectores productivos. El número de industrias afectadas por los impuestos sobre el consumo es de 949 fábricas de vino, 61 de cerveza, 131 de alcohol, un número impreciso de fábricas de cigarrillos y de fósforos y, a partir del nuevo impuesto sobre el azúcar, 51 ingenios. En 1899 estos establecimientos industriales poseían un capital de 101,9 millones de pesos, el 35,8 % de las inversiones totales en el sector industrial (Cortés Conde 1966: 76).

Situación muy similar es la que encontramos en México, donde a partir de 1892-1893 progresivamente los impuestos sobre el consumo – la renta del timbre –, afectan a los tabacos, más o menos manufacturados, a las bebidas alcohólicas y a los tejidos de algodón. Tabacos, alcoholes y tejidos representan el 16,0 % de renta interior en 1900-1901 y el 18,4 % en 1912-1913 (Carmagnani 1989).

En México, a diferencia de Argentina y a semejanza de Chile, vemos además la voluntad de imponer una carga fiscal sobre la producción minera, haciéndola aparecer como un impuesto interno indirecto. En 1900-1901 estos impuestos mineros indirectos representan el 14,1 % de los impuestos indirectos internos y el 13,1 % en 1910-1911. También estos impuestos mineros nacen como los otros en 1892-1893.

Más allá de las especificaciones nacionales, hay algunos elementos sorprendentemente comunes en estas tres experiencias relativas a la imposición de impuestos indirectos internos. En los casos analizados coinciden cronológicamente, así como cronológicamente coincide la progresiva eliminación de estos impuestos en Chile. En Argentina y México se concuerda que en este tipo de consumo debe recaer la carga tributaria, así como en Chile y en México se trata de golpear además los intereses del capital extranjero invertidos en la minería.

La forma que asume la percepción de estos impuestos internos que inciden sobre el consumo y sobre el capital extranjero nos puede agregar algo más. Uno de los más importantes observadores de la realidad social argentina de comienzo de siglo, Biale Massé, escribía en 1904:

La segunda muralla [al desarrollo de la inmigración] la construyeron los impuestos internos, o a lo menos su inicua distribución. Y el calificativo de iniquidad no es gratuito. Una caja de fósforos del pobre, vale un centavo y medio, paga de impuestos uno, o sea el 66 por ciento de su valor. Una caja de fósforos del rico, vale dos centavos y un tercio, y paga también un centavo de impuesto, o sea el treinta por ciento de su valor. Un paquete de cigarrillos del pobre, vale siete centavos y paga tres, o sea el 48 por ciento. Un paquete de clase media, que vale 15 centavos, paga 5, o sea el 33,3 por ciento. Un paquete de cigarrillos de lujo, que vale 23 centavos, paga 7, o sea 30,3 por ciento del valor. El paquete de 30 centavos, paga 10, o sea el 25 por ciento de su valor (Biale Massé 1904: 96-97).

A falta de otros elementos, podemos por lo menos apuntar que la transformación de los ingresos públicos asumió en los años de 1890 una orientación que José Luis Romero caracterizó

de liberalismo conservador y que nos parece ser el resultado de la progresiva disminución de tensión entre libertad y poder que había caracterizado la primera fase liberal no sólo en Argentina, sino también en Chile y en México, con la consecuencia de alterar el principio de equidad fiscal liberal.

El análisis comparado de los ingresos públicos de Argentina, Chile y México en la fase de construcción y de consolidación del Estado liberal nos ha permitido ver que las clases dirigentes de estos tres países presentan una racionalidad común, con el resultado que termina por desarrollar estrategias institucionales similares. La racionalidad que une las tres clases dirigentes es el producto del hecho de que el liberalismo, como ha escrito José Luis Romero (1981: 147), no es sólo una doctrina política sino más bien "una filosofía de vida, un sistema de ideales que configuraba la imagen que cada país se hizo de sí mismo". En efecto, es sorprendente notar como el elemento que une el liberalismo es un innato optimismo que a nivel hacendario se expresa en la idea de que los recursos del Estado son flexibles y crecientes: flexibles, porque la mayor mercantilización activa nuevos sectores productivos, y crecientes, porque la mayor mercantilización expande los ingresos públicos y los internaliza.

La renovación de la estructura de los ingresos públicos no es entonces un hecho técnico sino uno de los fundamentos económicos del Estado liberal, porque gracias a la transformación de los ingresos públicos se rompe el vínculo preexistente entre ingresos públicos y comercio exterior, dando vida a una estructura financiera estatal no dependiente de la ciclicidad del comercio exterior y, por lo tanto, tendencialmente autónoma de las exportaciones.

La búsqueda de una mayor autonomía financiera a partir de la transformación de los ingresos públicos fue vista por las clases dirigentes como la posibilidad de incorporar al Estado, en calidad de contribuyentes, a los sectores sociales que en el período formativo del Estado liberal habían tenido un rol no muy activo o totalmente pasivo. En esta forma la mayor autonomía financiera no tenía como finalidad la progresiva libera-

ción del Estado liberal de los intereses económicos y sociales que le habían dado nacimiento, sino el reforzamiento de su liderazgo con un consenso social más vasto. No es casual que encontremos una fuerte relación entre la defensa de los impuestos indirectos y una doctrina electoral del sufragio indirecto. Alberdi sostenía en las Bases que se podrá emplear "el sistema de elección doble y triple, que es el mejor medio de purificar el sufragio universal sin reducirlo ni suprimirlo, y de preparar las masas para el ejercicio futuro del sufragio directo" (Alberdi 1858b: 122).

La dimensión financiera – incorporación de nuevos nacionales y ciudadanos a través de la capacidad de consumo – y la dimensión política – incorporación de nuevos ciudadanos a través de un período de preparación al sufragio universal – se conjugan y se traducen en la práctica política en la incorporación de nuevos sujetos económicos y políticos bajo la tuición de la clase dirigente. En esta forma el Estado liberal adquiere, a partir de los años 1890, la característica de Estado liberal notabliario y oligárquico que conservará hasta los años de 1910.

Rory Miller

The London Capital Market and Latin American Public Debt, 1860-1930

By 1980 economic historians seemed to have reached some degree of consensus over many of the issues concerning British overseas investment before 1914 in general and the flotation of Latin American government bonds in particular. Research on the level of British capital exports had tended to revise and refine the figures rather than create controversies around them. It had also defined fairly clearly the periods in which investment in government securities had reached a peak: the early 1870s, the late 1880s and the decade preceding the First World War. The City of London was assumed to have dominated lending to Latin American governments before 1914. It was particularly attractive as a source of capital once the defaulted debts of the post-independence period had been settled in the mid-nineteenth century because, of all the major European financial centres, it possessed the most liberal regulations on capital movements. Before 1914 there was never any official supervision of the major issuing houses or the Stock Exchange and no attempt to tie loans to purchases of British goods (Born 1983: 115-116).¹

The principal debates about British investment in Latin America revolved instead around the relationships between bankers, bondholders, and debtor governments, with a particu-

1 This changed with the outbreak of war in 1914. Thereafter there were long periods when issues of Latin American government securities were regulated either formally or informally. Regulations were fully relaxed only for a few months in 1924 and from early 1926 until mid-1929 (Atkin 1970: 325-334; Moggridge 1971: 115-129).

lar concentration on certain central events in the histories of individual countries: the Grace Contract in Peru, the Baring Crisis in Argentina, the 1898 Funding Loan and later support for coffee valorisation in Brazil, the 1902 Anglo-German intervention in Venezuela. However, except for these issues the subject did not attract a great deal of excitement. Many economic historians were content with a picture of British lending to Latin American governments based on an amalgam of Jenks (1927), Feis (1930), Rippy (1959) and Stone (1968; 1977), without considering in any great depth the problems with the evidence which these historians had presented or indeed the reservations they themselves had expressed about it. Many made the assumption – or rather few explicitly questioned it – that British investors normally purchased and held the bonds issued in London, and that their willingness to do so depended on differentials in yields between foreign loans and domestic bonds and shares. Historians were also generally content to stop in 1914, presumably in the belief that nothing of importance had happened thereafter in the London market, and that the debts incurred before World War I had been quietly liquidated in the course of the twentieth century. There was a tacit understanding that with the outbreak of World War I the dominance of the City of London had ended and that thereafter New York had more or less monopolised Latin American government borrowing. Very few questions were asked about the role played by London financiers in the 1920s.

Some of the research which appeared during the 1980s demonstrated a need for a reappraisal of many of these assumptions. As a result there is now scope for a comprehensive research project on the London capital market and Latin American public debt between 1860 and 1930, using business archives, private papers, and Latin American government publications as well as the financial press (the traditional source), and set within the context both of revisionist writing on British investment in general and of recent writing on Latin American debt crises in the nineteenth and twentieth centuries (see es-

pecially Fishlow 1985a; Stallings 1987; Marichal 1989). This chapter does not provide this reassessment, but rather it draws attention to three of the problems raised in the recent literature: estimates of British investment in Latin American public debt, institutional changes, and the motivations of investors. It does not consider other important issues in the recent literature such as the macroeconomic determinants of capital flows and the significance of the major debt crises (1866, 1873, 1890, 1914 and 1930). It raises questions rather than providing answers. Readers may well criticise it as resembling a research proposal rather than a finished paper.² However, the aim is to provoke debate.

1. Estimates of British Investment in Latin American Government Bonds

The notorious history of the bonds issued by many of the new republics at the time of independence exemplifies many of the problems involved in quantifying investment. The actual flow of resources to Latin America was very much less than the nominal value of the bonds, because they were sold at a considerable discount, some of the proceeds were retained to meet the early interest payments, and the issuing houses extracted large commissions. The subsequent conversions and settlements, which frequently capitalised arrears of interest, added to the total nominal debt without providing new capital, except indirectly in that continued service of the new bonds opened the way to further issues (Platt 1983; Platt 1984; Bazant 1968; Mathew 1970; Véliz 1977; Marichal 1989). Any estimates of British investment in Latin American public debt in the mid-nineteenth century which are based on adding together figures for new issues of bonds on the London capital market thus have serious limitations. The most detailed estimate, Irving Stone's,

² I hasten to add that it is *not* a research proposal.

which offers a figure of £ 61.8 million for 1865, greatly overestimates the actual flow of capital to Latin America, since it takes no account of conversion operations, and to a lesser degree the extent of Latin American liabilities to Britain, because Stone's sources do not identify foreign holdings of bonds issued in London (Stone 1968: 319).³

Until 1980 there had been little real dispute about the scale of Britain's total capital exports in the late nineteenth century and their geographical distribution, even though economic historians had used several different methods to arrive at them: estimates of invisible earnings and financial flows in Britain's balance of payments; the evidence of investment income from abroad contained in the Inland Revenue returns; and records of new capital issues on the Stock Exchange (Pollard 1985: 490-492). Herbert Feis (1930: 23) had suggested that total British investment in Latin America in 1913 (government bonds and company stocks and debentures) had reached £ 756.6 million, out of a global total of £ 3763.3 million.⁴ Later estimates had tended to increase this. J. Fred Rippy (1959: 68), using the statistics published in the *South American Journal*, claimed that British capital in Latin America at the end of 1913 totalled £ 999.2 million, of which £ 316.4 million was in government bonds. Irving Stone (1968: 319) offered a figure of £ 445.5 million for British investment in Latin American government loans in 1913, of a total investment in the region of £ 1177.5 million.⁵ However, in the mid-1980s Lance Davis and Robert A. Huttenback reworked the same sources for capital issues on the Stock Exchange and, by taking account of "partial" issues, arrived at a much lower estimate for new issues of government

3 Stone was careful, though, to measure the outstanding principal rather than total new issues. His figures for the British holdings of the Brazilian government's foreign debt, for example, are very close to those calculated by Maria Barbara Levy from Brazilian sources, see Stone (1968: 319), and the tables following Levy's chapter in this volume.

4 Feis's figures were explicitly based on Sir George Paish's pre-World War I estimates, with some minor modifications which did not affect the figures for Latin America.

5 Stone, in his textual comments, implied that this was an upper-bound estimate. Later critics have not always recognised his own reservations about the statistics.

securities in London between 1865 and 1913. Of a total of £ 623.4 million for total capital calls for South America, government bonds accounted for no more than £ 223.4 million (Davis and Huttenback 1986: 67).⁶

This process of quantification came under a series of attacks from D. C. M. Platt (1980: 1-16), who argued that the global estimates for British portfolio investment in 1870 should be revised downwards to about half of the conventional figure of £ 1 billion, partly on the grounds that continental European investors had acquired many of the bonds issued or quoted in London. Platt's concern here was principally with loans to continental Europe and the United States, but his strictures had implications for Latin American specialists in that he questioned the assumption that British investors had purchased even the greater part of bonds issued in London, and he also included a few Latin American cases among the examples he quoted in support of his argument.

Platt then began to focus his investigations on the period between 1870 and World War I. In 1986 he published a vehement critique of the Paish-Feis figures, which included some questioning of their assumptions about Latin America, and in a few words he also dismissed Rippey's and Stone's estimates as totally unreliable. Platt claimed to have discovered evidence for substantial European purchases of the Latin American government bonds issued in London. He also highlighted many of the other difficulties which historians had quietly ignored: the problem of attributing ownership of those government loans which had been issued jointly in several financial centres including London; the problem of quantifying flows of capital and distinguishing them from the stock of British assets; and the problem

6 A "partial" issue was one which was made in other capital markets like Paris, Amsterdam, Berlin, or New York, simultaneously with London. The figures given by Davis and Huttenback are not disaggregated in a form which Latinamericanists can easily use, since they incorporate Mexico and Central America into figures for North America. Moreover, they make a number of questionable judgments and factual errors about Latin America, which reduces one's confidence in their procedures: for some of the errors see Davis and Huttenback (1986: 28-29, 60, 105, 111-114, 167, 264, 311, 361).

of taking account of amortisation payments and the repatriation of securities to Latin America in arriving at a figure for British investment in Latin American government bonds (Platt 1986: 17, 33-34, 37-40, 44-47, 91-92, 96, 100-105). Platt's critiques have thrown estimates of British holdings of Latin American public debt before 1913 into turmoil, and underlined the need for a new and much more careful statistical reconstruction. However, the debate has also highlighted several points about the London capital market which are of importance to historians of Latin American public debt.

Without doubt there is a major problem in calculating the figures for total new issues because of the need to find some way to treat bonds which were issued simultaneously in London and other financial centres. Platt makes much of this point, but by choosing examples at random from the financial press in order to question the assumptions of earlier writers. The result is that his work undermines confidence in estimates like Stone's without replacing them. In the absence of a methodical reading of the financial press in the half-century before World War I, it is difficult for us to judge the relative importance of different European and North American capital markets for individual Latin American countries at different times. The secondary literature on Latin American economic history is rather unsatisfactory in this respect because much of the evidence is contradictory. An example cited by Platt is the Mexican "imperial" loan of 1864 for £ 12,365,000, £ 8 million of which Jenks ascribes to London. In fact, according to Platt, who discovered the evidence in the Baring archives, the issue was a failure in London, and the City subscribed only about half a million pounds (Platt 1984: 58; Jenks 1927: 422). In other cases historians' assumptions about the importance of London for a particular issue disagree with more detailed evidence in the contemporary press. Thomas Holloway (1975: 67-68) describes the well-known São Paulo coffee valorisation loan of 1908 of £ 15 million as being taken principally by J. Henry Schroder of London (£ 10 million, of which £ 2 million was subcontracted to the National City

Bank of New York), together with Paris financiers (£ 5 million). However, the *Economist*, commenting on the loan at the time, believed that of the £ 10 million handled by Schroder, only £ 5 million was to be placed in London, with the remainder being subcontracted to financiers in New York (£ 2 million), Berlin (£ 2 million), and Antwerp (£ 1 million).⁷ These two examples illustrate the need for a reconsideration of the evidence on each loan issue, particularly as they refer to two of the best-known. As things stand at the moment, the question of attributing ownership of partial issues is largely guesswork, but any simple listing of the new loans quoted on the Stock Exchange would clearly tend to overestimate the interest of the City of London, at least for the period before 1914.

However, the total of new issues is only one guide to the level of British investment in Latin American public debt. In effect historians need to differentiate more clearly among three separate calculations (in descending order of magnitude): the total value of Latin American government bonds issued in London over a set period; the outstanding principal of these loans at particular dates; and the total value of Latin American government bonds held by British subjects. It would also be useful to calculate the actual flow of British capital to Latin America (and the return flow of interest and amortisation is also important for some debates). As already noted, the practice of issuing a loan simultaneously in two or more European financial centres makes the calculation of total new issues problematic. To move from this to the outstanding principal of these loans at a particular date means taking into account conversion and amortisation operations, details of which are not always clear.⁸

⁷ *Economist* (London, 12 December 1908), p. 1106.

⁸ For the late nineteenth and early twentieth centuries it ought to be possible to obtain much more information about amortisation (and interest) payments from Latin American official publications such as the *memorias* of Finance Ministers. The problem, reflected in this chapter, is that research on Latin American public debt in Britain has tended to see it as a sub-issue of the problem of estimating and explaining British overseas investments and financial flows in the century before World War I, and no historian participating in the debate has really consulted Latin American sources. The papers in this volume by Roberto Cortés Conde and Maria Barbara Levy illustrate the potential both of these sources and of computer spreadsheet analysis.

To calculate from this the value of Latin American government securities held by the British creates a further problem: that of establishing some idea (complete accuracy is impossible) of the changing ownership of the loans once they were floated.

Most government bonds were "bearer" bonds. Unlike company stocks and debentures, there are no registers of bondholders from which historians might reconstruct patterns of ownership. It is clear, however, that quite considerable international transfers of bonds did occur in the half-century before World War I. At present, the main sources of information are inferences in the financial press, guesses by statisticians such as Sir George Paish before World War I and Lord Kindersley afterwards, and occasional references which historians have discovered in merchant bank archives, but as yet no historian has attempted any kind of systematic trawl through these sources in order to accumulate evidence methodically. A few examples will illustrate the extent of international transfers and the problems of tracking them. By the second half of the nineteenth century Mexicans had apparently acquired substantial holdings of the country's external debt (Bazant 1968: 125; Platt 1984: 56).⁹ In 1888-89 German banks undertook the conversion of the Argentine government debt, with minority participation from Barings and Murrieta in London. Fairly soon after, for reasons which are not entirely clear (official discouragement of overseas loans or changes in German investors' perceptions of Argentina are two suggestions), the Germans appear to have sold a considerable quantity of Argentine securities to British investors (Cuccorese 1977: 311; Kindleberger 1984: 258-259). The Peruvian bonds of 1870 and 1872, which had initially attracted substantial French interest, had come to rest primarily in British hands by 1889 when the Grace Contract settled the Lima government's outstanding debt (Platt 1980: 6; Miller 1976: 82). Subsequently the stocks and bonds of the Peruvian Corporation, which the London financial press continued to regard as a quasi-governmen-

9 See also the paper by Carlos Marichal in this volume.

tal liability, attracted investors from France, Germany, the Netherlands and the United States.¹⁰ A further, and probably completely insoluble, difficulty with international transfers is that by the time of World War I some British owners of Latin American government bonds were depositing their holdings in banks abroad in order to avoid income tax in the United Kingdom.¹¹

If such transfers create enormous problems for the pre-1914 period, they make analysis of the inter-war years even more difficult. The Royal Institute of International Affairs published an authoritative survey of foreign investment in 1937 which noted on one page that Argentine indebtedness to Britain had increased since World War I, and on another that British investment in Argentina had tended to decline (RIIA 1937: 145, 270-271). The amortisation, conversion, and repatriation of earlier debts probably diminished the sterling-denominated liabilities of many Latin American governments to Britain.¹² However, British investors purchased substantial quantities of the dollar bonds issued in New York at the times when official regulation had closed the London capital market to issues of sterling securities for Latin American governments (Atkin 1970: 334; Moggridge 1971: 126; D'Abernon Mission 1930: 14-15; RIIA 1937: 164).

The assumption, therefore, which historians, particularly non-specialists, can easily make – that loans issued in sterling were largely purchased and held by British investors, and those in dollars by US investors – is difficult to sustain. The inter-relationships among international capital markets were quite intricate, even in the mid-nineteenth century, and they became yet more complicated thereafter. This also makes the

10 *Economist* (London, 19 February 1910), p. 409; (27 August 1910), p. 443; Herbert Gibbs to Henry Hucks Gibbs, 26 January 1894, Gibbs archive, file 11040/2, Guildhall Library, London.

11 *Economist*, (London, 17 September 1910), p. 552.

12 One reason why British holdings of the Brazilian federal government's debt remained relatively high is that amortisation payments were suspended for long periods, from 1898 to 1910 and 1914 to 1927 (Fritsch 1988: 34).

calculation of financial flows between Britain and Latin America, as opposed to the estimation of the stock of British holdings of Latin American government debt, extremely difficult.

It is surprising that the debates over dependency and economic imperialism did not stimulate greater efforts to calculate the direction and size of the net transfers between Britain and Latin America, but there seems to have been relatively little quantitative work on this question. It may be possible, however, to make some inferences from work on British investment more generally about the direction of the flows on account of government debt, and their timing. In his reassessment of British overseas investment as a whole, Sidney Pollard (1985: 494) suggests that after 1870 the inflow of repayments to Britain exceeded the outflow of funds to the remainder of the world, except during the peak years of 1885-89 and 1905-13, a topic also studied by Fishlow (1985a: 390-391). This comment has a twofold implication for analysis of Latin American public debt. First, except in the boom years when new capital did become available, the net transfer on account of government debt was normally from Latin America to Britain. A proper estimate would have to take account of periods of default on interest payments and the suspension of amortisation, but since the significant defaults decreased as certain borrowers became favoured and renegotiation of debts became more common, the periodisation suggested by Pollard for British investment overall would probably fit the particular case of Latin American public debt. Second, if we accept that Stone's estimates provide an approximation for the relative importance of different countries, if not for the absolute values of outstanding debt, it can be argued that once British investors began to receive repayments of interest and amortisation on the poorer countries' debts they tended indirectly to recycle them towards Argentina and Brazil.¹³ This raises questions about institutional changes

13 To put it slightly differently, if one were to estimate net transfers on account of government debt between Britain and the individual Latin American countries, one would expect the flows to be more frequently in favour of Argentina or Brazil than they would be for other countries.

and investor perceptions in the London capital market, on which the recent research has uncovered some useful qualitative evidence.

2. Institutional Changes

One of the most significant contributions of Stanley Chapman's work on merchant banks has been to emphasise that issuing loans on behalf of Latin American (or other) governments was only one aspect of their business, and generally not a particularly important one. For long periods of the nineteenth century trading on their own account, together with the acceptance of bills of exchange, were the basic functions of the merchant banks. As trade became more competitive and margins declined in the second half of the century some leading houses like Barings shifted more resources into loan issues. Nevertheless, the basis of their income continued to lie in their role as accepting houses (Chapman 1984: 32-33, 82-83).

There was a considerable institutional turnover in merchant banking. Rothschild and Barings, both of which had come to prominence during the Anglo-French wars, were exceptional in their longevity. Until late in the century the careers of the merchant banks involved in the Latin American loan business, especially those acting for the smaller countries, tended to be ephemeral. Several of the issuing houses which Jenks lists as leaders in government loans in the third quarter of the century had disappeared shortly afterwards, even before the Baring Crisis hit the survivors (Jenks 1927: 421-424). While Barings, who had seriously mismanaged their acceptance and loan business, were themselves rescued by a committee of bankers, the smaller houses involved with Latin America suffered greatly in 1890. The Anglo-Spanish house of Murrieta collapsed, while the loss of confidence crippled Morton Rose: both these houses had been heavily involved with Argentina. Antony Gibbs and

Sons, whose interests by then lay primarily in Chile, Mexico, and Argentina, also appear to have sailed very close to the edge (Chapman 1984: 80-81; 1985: 237). This was the last great shake-out of the merchant banking sector. Henceforth Latin American issues in London were dominated by Rothschild and Baring and other international houses like Morgan, Schroder, Speyer, Seligman, Kleinwort, and Lazard, which had begun to challenge the older firms from the 1870s.

For Latin American governments the development of these firms, which possessed stronger resources, better reputations, and greater international connexions than those on whom they had depended in the mid-nineteenth century, had important benefits. The techniques used to issue loans also improved, partly as a result of the 1890 crisis. Many of Barings' problems in Argentina, in Chapman's view, had stemmed from their selfishness in attempting to monopolise concessions (Chapman 1984: 77-78). They had therefore not formed syndicates to take up some of their new issues, a practice which had actually become well-established by the late 1880s as a consequence of pressure from US-connected houses like Morgan.¹⁴ Nor had they sought underwriters for certain flotations, presumably to save commissions. This left them with large quantities of unsaleable Argentine securities on their books. After 1890 no merchant bank, especially with an increasingly critical financial press anxious to examine all aspects of an issue, could have followed such a path. Thus both syndication and underwriting, as well as the practice of dividing loan issues among several European centres and New York, trends which were evident before the

14 Barings had actually led the £5.3 million refinancing loan to the Argentine government in 1887 on their own, having shared the larger loan of 1886 with J. S. Morgan in London and three banks in Paris (Marichal 1989: 247). The chief cause of Barings' Argentine failures, however, was the flotation of the Buenos Aires Water Supply and Drainage Company which they had purchased from the government. It was the desire to keep this to themselves which Chapman really criticises, for the issue failed. Ziegler (1988) was the first person to obtain access to Barings' private correspondence in the months preceding the crisis. While reproducing some telling comments about their ignorance of the true nature of their business in the Plate, he made little of it himself.

crisis, had become standard by World War I. These changes undoubtedly helped to spread the risks on individual issues and aided their flotation, thereby increasing the ability of merchant banks to mobilise funds for Latin American governments.

Governments' negotiating positions also tended to improve as a consequence. Those not in default could negotiate terms with a number of banks in different markets. The beginnings of such a strategy can be seen in the 1880s, when the Argentine national government's decision to float loans in 1881 and 1884 using Paris banks as the "lead" institutions had a pronounced effect on Barings' eagerness to regain their position as Argentina's sole financial agents in Europe. Barings' refusal to take the 1884 loan on the terms offered by President Roca had opened the way for J. S. Morgan and the *Crédit Industriel* (Ziegler 1988: 236-237; Burk 1989: 47). Later in the decade both the Mexican and the Chilean governments negotiated loans through Berlin finance houses rather than with British merchant banks (Marichal 1989: 249).

This option became more pronounced during the lending boom which preceded World War I. Argentina, for example, deliberately attempted to tap US resources in 1908 and was able subsequently to float substantial loans in 1909 and 1911 with only minority participation from Britain (Burk 1989: 55-56; Platt 1985: 83).¹⁵ Chile, too, was able to avoid the more conservative attitudes of Rothschild, its traditional bankers, both in 1906, when it employed the *Deutsche Bank* to handle a loan, and in 1913-14, when it took its business to the London house of Morgan Grenfell (Ziegler 1988: 303; Monteon 1982: 112-113). Another good example is that of coffee valorisation, of which

15 Whether this was wholly successful is doubtful. Ziegler claims that Barings' informal pressure on other institutions in Paris and London helped to make the 1911 loan a relative failure. Barings privately expressed the wish to demonstrate to the Argentine government "the necessity of dealing with first-class banking houses" [i.e. themselves!] (Ziegler 1988: 310). On the other hand the Argentine desire to obtain money in New York also seems to have permitted the London associates of J. P. Morgan, J. S. Morgan & Co (after 1909 Morgan Grenfell), to negotiate equality with Barings in Argentina's London issues following an acrimonious dispute in 1908-09 (Burk 1989: 56-57).

Rothschild, the Brazilian government's traditional financial advisers and agents, strongly disapproved. The state of São Paulo, supported by a federal government guarantee, was able to obtain financial backing for coffee valorisation from other European bankers including J. Henry Schroder of London, albeit at a price which many have considered excessive because it surrendered its control over coffee stocks to a committee of bankers and merchants (Holloway 1975: 56-61, 66-68). Furthermore, the success of valorisation permitted the state to raise new loans through Schroder in 1913 (£ 7.5 million) and 1914 (£ 4.2 million), in order to refinance its public debt (Holloway 1975: 74). After World War I, when the opposition both of the US authorities (on antitrust grounds) and of Rothschild restricted Brazilian access to funds, the São Paulo Coffee Institute was still able to float a loan of £ 10 million through Lazard in London in 1926 (Fritsch 1988: 128).

Again, though, it must be emphasised that there has not been very much research on the extent to which competition among different capital markets and merchant banks benefited governments. One can point to the trend, but it is much more difficult to evaluate its significance with any precision. It was certainly mitigated by the reluctance of certain banks to poach on each other's preserves, partly because they depended on each other for successful syndication of loans. Thus Barings refused to take part in business in Brazil and Chile without the agreement of Rothschild, or in Mexico without the involvement of Morgans. Barings also kept Speyer out of Argentina, when that house was expanding aggressively in the early 1900s, with a promise not to encroach on "their" territory in Mexico and Cuba (Ziegler 1988: 303-304).

A further result of the greater stability of the market, the growing knowledge and confidence which British investors showed about Latin America, and the wider availability of funds, was the increasing appearance of loans issued by state and municipal governments, as opposed to the national authorities. There are few examples before the 1880s: Marichal lists

four Argentine provincial loans, two for Buenos Aires and one each for Entre Ríos and Santa Fe between 1870 and 1874. These amounted to a nominal total of about £ 5.6 million (Marichal 1989: 243; Ferns 1961: 339). Ten Argentine provinces and five cities floated loans in Europe during the investment boom of the late 1880s. Of the nominal total of £ 38.8 million, London houses, headed by Murrieta and Morton Rose, took the lead in £ 24.4 million and shared it in a further £ 4.3 million (Marichal 1989: 247-248; Cuccorese 1977: 283-284). The only other examples of state or municipal borrowing in London at this time were loans in 1888-89 for the state of São Paulo and the cities of Rio de Janeiro and Santos, the city of Montevideo, and, riding on the back of the successful conversion of the Mexican national debt, the state of San Luis Potosí and the municipal authorities of Mexico City. These came to a nominal total of £ 5.6 million (Marichal 1989: 247-289). The real boom in Latin American state and municipal securities, however, occurred in the decade of cheap money before World War I when local authorities, especially in Argentina, Brazil, and Mexico, benefited from the availability of funds and the reputation and creditworthiness of their national governments. Amongst the loans floated in London in 1910, for example, were issues for the province of Buenos Aires, the province of Corrientes, the city of Santos, the city of Pernambuco, and the city of Oaxaca.¹⁶ As with loans for national governments New York dominated this market in the 1920s, but London houses still led loans for the states of Minas Gerais, Paraná, Rio de Janeiro, and São Paulo, and the cities of Niterói and Santos (Marichal 1989: 251-253).

There are two other grey areas regarding Latin American public debt and the London capital market in the late nineteenth and early twentieth centuries which require more attention. One is the converse of the point which has already been made about Latin Americans purchasing their own govern-

16 Reports of new issues in *Economist* (London, 15 January 1910), p. 131; 1 October 1910, p. 663; 9 April 1910, p. 787; 28 May 1910, p. 1196; 23 July 1910, p. 171.

ment's external bonds, namely British holdings of Latin American internal debt. A priori reasoning would lead one to expect investors to have concentrated on the most credit-worthy countries and for this type of investment to have become more common in the years immediately preceding World War I, but at present there is neither the quantitative nor qualitative evidence to prove this. Frank Colson reports examples of Brazilian internal loans floated in the Rio market but intended primarily for sale abroad in the final years of the Empire (Colson 1983: 404-408). In the 1890s, despite the depreciation of silver, large quantities of Mexican internal bonds also apparently circulated in Europe (Bazant 1968: 147).¹⁷ J. H. Williams (1920: 152, 191) estimated that 90 percent of the internal loans raised by the Argentine government between 1895 and 1900 were held abroad. The adherence of many countries to the Gold Standard ought to have increased the attractiveness of Latin American internal bonds in the decade before 1914, especially since they were frequently denominated in sterling or gold. For example, the *Economist's* list of new issues in 1910 included an Argentine internal loan of £ 1,209,600 at 5 percent, the bonds being denominated in gold pesos and with interest payable in London, Paris, and Berlin as well as Buenos Aires.¹⁸ However, this whole question of British investment in the internal debt of Latin American nations is yet another question which awaits more detailed research in the financial press, business archives, and probate records.

The second area which is almost totally obscure, largely because it was only rarely mentioned in the financial press and very few of those who have researched in merchant bank archives have given it much attention, is the extent to which Lat-

17 See also the paper by Carlos Marichal in this volume.

18 *Economist* (London, 10 September 1910), p. 521. A further attraction for investors was that the loan could not be redeemed before 1915, thus guaranteeing, at least for five years, the maintenance of a relatively high interest rate for investors in a country with a high credit rating. Three months previously, the *Economist* had criticised the Argentine government's failure to convert much of its old debt as interest rates fell. *Economist* (London, 16 July 1910), p. 109.

in American governments were able to raise funds from London merchant banks against one- or two-year bills, in a temporary crisis, for example, or when the investment climate was not favourable for a new issue but likely to improve in the near future. Some examples do appear in the literature. The short-term loan which Barings provided for the Argentine government to meet interest payments on the public debt in 1876 may have taken this form (Ferns 1960: 380). Two years previously they had made Peru a similar loan of £ 1 million (Ziegler 1988: 230). Argentina also began to obtain new advances from Barings in 1897, seven years before it raised its first publicly floated loan since the Baring crisis (Williams 1920: 152). The Argentine government apparently also made two issues of one-year 6 percent Treasury bills early in 1914 for a total of £ 13 million (Albert 1988: 149). In Brazil one purpose of the São Paulo loan of 1908 was to pay the short-term Treasury bonds which had been used to finance coffee valorisation and which London interests reputedly held in large quantities.¹⁹ Short-term funding of this kind remained a feature of valorisation in the 1920s. Lazard lent São Paulo £ 5 million for one year in 1927 to finance coffee stocks. As conditions tightened, however, they found it impossible to remain in the game. São Paulo was able to raise a further short-term loan of £ 2 million from Schroder, Rothschild and Baring in November 1929, but on condition that it abandoned the permanent defence of coffee (Fritsch 1988: 130, 154-155).

These examples, however, probably represent little more than the tip of the iceberg. Historians need more information about the scale, frequency, and implications of such arrangements with foreign merchant banks. Did the occasional need for this type of finance, for example, provide a government with an incentive to maintain good relations with a particular house? Was it a means by which a more aggressive merchant bank might

19 *Economist* (London, 12 December 1908), p. 1106. According to Thomas Holloway (1975) the initial finance for coffee valorisation came from £ 1 million of one-year Treasury bonds issued in August 1906 through the Diskonto Gesellschaft.

break into a longstanding relationship between a government and an older house? Did the City of London make any use of arrangements like these during the 1920s when for long periods the public flotation of large loans on the Stock Exchange was either restricted through formal regulations and informal advice or impossible because of market conditions? If it did so, was this a deliberate means of trying to maintain influence with certain Latin American countries at a time when New York had become a more favourable place for the issue of long-term loans?

3. The Motivations for Investment in Government Bonds

Normally the motivations for British investment overseas are discussed in terms of the higher returns available at times when opportunities for domestic investment were limited. During certain periods, however, purchasers took much less care in calculating the trade-off between risk and return, and investment became much more irrational. M.G. Mulhall, writing in 1877, shortly after a wave of Latin American defaults which culminated with Peru, noted that "most of the debts of insolvent republics in South America [were] only interesting as documentary proof of the extent of human credulity" (Mulhall 1877: 545). Charles Kindleberger (1984: 261) has also commented that "nineteenth-century investors seem to have been unusually naive in swallowing propaganda put out by venal journalists, interested bankers, and devious foreign offices, and especially in thinking that foreign bonds were more like bonds than they were foreign, and hence were safe". He also notes that a distinction should be drawn between investing for speculative reasons and for income (Kindleberger 1984: 260). The work of econometric historians like Ford (1971) or Edelstein (1982) has certainly shed considerable light on the reasons for the timing of investment booms, and relative yields on domestic and foreign bonds. Much less is known, however, about the identity of investors in Latin American government bonds and their moti-

vations. Were they small investors, speculators, major financiers, financial trusts, or insurance companies, for example? However, the expectations and perceptions of specific groups of investors certainly affected Latin American governments' operations in the capital market, and the more quantitative analyses tend to gloss over them. To take the analysis further, it may be worth distinguishing three different means of obtaining returns from Latin American government bonds: the profits from promotion, capital gains, and interest payments.

The disparities between the money received by governments and the total amounts subscribed by investors in the period of independence is well documented, the difference being pocketed by the promoters of the loans or returned to investors in the form of a few interest payments before default occurred. For many republics (and many small investors) matters did not improve until late in the century. An excellent description of the means by which unscrupulous loan contractors could hoodwink the governments and the small investor appears in the report of the House of Commons Select Committee of 1875, which paid particular attention to the loans recently made to Santo Domingo, Costa Rica, and Honduras. Honduras, the committee noted, had incurred a nominal debt of £ 6 million, in return for which it had acquired a now abandoned stretch of railway 53 miles long, for which the contractors had been paid £ 689,745.²⁰ Other scandals from this period include the loans for Paraguay, Bolivia, and Peru.

A distinction, however, was beginning to appear between the smaller countries, which had great difficulty in controlling both their own agents and their loan contractors, and the larger and more stable countries like Argentina, Chile, and Brazil, which were much better informed and possessed much better credit. In Carlos Marichal's words: "The London and Paris financiers exercised greater prudence with their larger, more stable clients, who provided them with profits and remittances on a re-

20 "Report of the Select Committee on Loans to Foreign States", PP, 1875, XI, pp. VIII-XLVIII.

gular basis. In contrast, the weaker countries were fair game for all kinds of speculators, whether established or newcomers, because the benefits to be reaped were expected to be extremely short-lived" (Marichal 1989: 119). Barings' intervention in the market on behalf of Argentina or Rothschilds' in favour of Brazil, while netting the houses substantial profits and commissions, had as their purpose the maintenance of the credit of these countries, as did the provision of short-term loans to meet interest payments during a trade recession.

After the mania of the 1870s, which culminated in a wave of defaults, abuses on the scale uncovered by the 1875 Select Committee seem to have almost disappeared from the London market for government loans. This happened for various reasons. Once the weaker governments, who were less likely to be able to control their agents and also sustain the revenues needed to service the loans, had ceased to pay interest, they were unable to come to the market again. In some cases their absence lasted many years. The Peruvian government did not float another loan in London until 1922. Moreover, the attention of the wheeler-dealers in London whose "expertise" lay in Latin America turned to company promotion. While not denying the significance of speculation in government securities in helping to precipitate the Baring Crisis, the new feature of the boom of the 1880s lay in the flotation of large numbers of companies to acquire and operate concessions in Latin America, such as railways, public utilities and nitrate *oficinas*. While merchant banks like Barings, Rothschild, Antony Gibbs and Sons, and Glyn Mills were involved – it is telling that the issue which lay at the root of Barings' problems in Argentina was a public utility concession – the characteristic figures of the boom were perhaps men like Michael Grace and Thomas North, who, while they certainly had speculative interests in arranging defaulted debts, were not involved in the promotion of new government loans, and much more concerned with the flotation of new companies.

With no government supervision of the Stock Exchange, and no loan scandals to precipitate official enquiries after the mid-1870s, little is known about the profits which merchant banks, whether leading or subsidiary members of syndicates, or underwriters, received from their operations on behalf of Latin American governments later in the century. More research in merchant bank archives, however, might find some evidence for some of the following *prima facie* hypotheses. Over time the level of commissions and fees ought to have decreased, as competition for governments' business grew. Merchant banks certainly increased their income from the government loan business, but more perhaps as a result of the greater volume of borrowing, and their roles as purchasing and financial agents for governments. This argument is speculative, however, and it needs some research in private archives to ascertain its validity. There is also very little published information on the rewards which merchant banks received from the conversion and funding operations which they carried out on behalf of Latin American governments. In the case of Brazil's well-known funding loan of 1898, the *Economist*, admittedly a partisan observer when it came to discussing foreign loans, commented: "Whatever sacrifices these schemes inevitably involve upon the creditors of foreign states, they provide handsome commissions for the loan agents and the syndicates which are always ready enough to undertake business of this kind.... The 'insiders' make large profits by so manipulating the market that they are able to pass on securities to the public at more or less inflated prices, so that they have everything to gain."²¹ However credible this criticism may sound, there is a distinct lack of specific information on this subject for this period.

For the bulk of investors, whether institutions or individuals, Latin American governments' bonds became much more clearly distinguishable at the very end of the nineteenth century into those held primarily for capital gains and speculative purposes, and those held for the reliable income they provided.

21 *Economist* (London, 4 June 1898), p. 837.

Brazilian bonds had probably fallen into the latter category for much of the century, despite the disappointments suffered by investors in 1898. Argentine, Chilean, Uruguayan, and, late in the century, Mexican bonds gradually joined them. All loans in default, of course, fell into the former group, for the purpose of trading in them was essentially to gamble on news reports or, more distantly, the real prospects of a settlement. Since bonds were to "bearer", it is almost impossible to identify those who bought and sold defaulted Latin American bonds for capital gain, as no lists of bondholders have come to light.²² The financial press also regarded some of the provincial loans as highly speculative, though whether the private investor could distinguish as clearly as the *Economist* between Buenos Aires and Corrientes, for example, is less certain.²³ To the extent that one can use the opinions of the financial press as an approximation for investor perceptions, however, the ability to differentiate between speculative issues and those which would provide a reliable income on the basis of good security does appear to have become much more marked by the time of the boom which preceded World War I. Rather than worrying about the nature of the hypothecated property which would serve as security, the press began to look much more closely at quantitative indicators like exports or government income and expenditure over a few years, and to analyse in greater detail Latin American countries' official publications.²⁴ By then, too, the better

22 Very little work has been done even on the shareholding registers which are available in order to identify investors in companies operating in Latin America, with the exception of Charles Jones on Argentina and Uruguay (Jones 1982). I confess that I have never tried to work on the shareholding registers for the Peruvian Corporation, the case I know best, to determine by inference who had been accumulating Peruvian bonds and in what quantities in the run-up to the Grace Contract of 1889. It may also be possible to gain information about Grace's own stock market speculations from the archive of W. R. Grace and Co. in Columbia University, New York.

23 The *Economist* (London, 1 October 1910) commented on the Province of Corrientes 6 percent Loan of 1910: "The issue does not appear to have been authorised by the Argentine Government, and the price at which the issuing house obtained the bonds they now offer is not stated. The yield of a trifle over 6 per cent is none too high considering the risks."

24 This is a somewhat impressionistic comment based on my reading of the *Economist's* financial reporting.

known countries' loans had become an attractive investment because of their yields and their lower dealing costs compared with company securities.²⁵

The argument, then, is that a significant change occurred in the London capital market regarding Latin American government bonds between the time of the Select Committee Report of 1875 and the first decade of the twentieth century, as investors acquired a much greater capacity to discriminate among different loan issues, holding them for speculative and income purposes accordingly. This favoured a handful of Latin American countries like Argentina, Brazil, Chile, and Mexico, which found the cost of raising funds diminishing as a result. It also had spinoffs both for the local authorities in those countries and for companies operating there. Moreover, both the national governments and the merchant banks concerned had great incentives to avoid a complete default if the financial position deteriorated, as the arrangements made by Argentina and Brazil in the 1890s, and the willingness of both these countries to receive British financial missions in the early 1930s, illustrate. Those left out, and this extended to companies operating in the less favoured countries as well as to the public authorities, found it much more difficult to gain access to London's financial resources on reasonable terms. As a spokesman for the troubled Chimbote Syndicate complained to the Foreign Office in 1910: "Peruvian stocks were not favourably looked upon by the London Financial Houses, and Underwriters, unless such issue was in the form of Bonds, and interest on same guaranteed by the Peruvian government 'backed' by a good and solid tax."²⁶

25 Few have recognised this point, but the *Economist* believed that it made a difference of about 0.75 percent, namely that foreign government bonds yielding 4.75 percent were equivalent to a yield of about 5.5 percent in British-registered companies. *Economist* (London, 8 January 1910), p. 71.

26 Huxley to Norman, 19 September 1910. PRO, FO 371/970/A34235.

4. Concluding Comments

This paper has tried simply to identify some of the grey areas in our knowledge about the relationship between the London capital market and Latin American governments after the middle of the nineteenth century. It is worth drawing out four broad sets of points which arise from the discussion.

First, quantitative estimates of Latin American governments' foreign debts are in disarray. Even at the most minor level evidence about the date, amount, price, and interest rate of specific loans is frequently contradictory.²⁷ Once problems like partial issues, undersubscribed loans, and the distinction between total nominal assets and the flow of capital are taken into account, none of the major estimates for British investment in the region appear particularly satisfactory or trustworthy, whether those of Feis based on Paish's prewar work, those of Rippy based on the statistics in the *South American Journal*, those of Stone based on Simon's database of new issues, or the more recent upper and lower bound figures of Davis and Huttenback. However, this does not imply that historians should go to the other extreme, a totally nihilistic approach to historical statistics. Rather, a need exists for new quantitative estimates for British investment in individual Latin American countries, using not only the traditional sources like the financial press and other specialist publications, but also the information about specific transactions which should be available in recently released banking archives. Sources like Inland Revenue reports, probate records, and the archives of merchants, insurance companies, and investment trusts in Britain might also provide some data about the trading and ownership of Latin American government bonds.

27 Compare, for example, Jenks' tabulation of Argentine loans issued in London between 1860 and 1875 with Ferns' discussion of them or Marichal's later tabulation (Jenks 1927: 421-424; Ferns 1960: 339; Marichal 1989: 243). There are also discrepancies between Kathleen Burk's discussion of Morgans' interests in Argentine loans in the 1880s and the listing, based on press sources, which appears in Marichal (Burk 1989: 47-48; Marichal 1989: 247).

Second, historians must distinguish among individual Latin American countries in evaluating their governments' relationships with the London capital market.²⁸ With the exception of Brazil, British investors were not sufficiently sophisticated, due to lack of knowledge and information, to draw distinctions among different Latin American states until after the defaults which ended the mania of the early 1870s. Until then some gullible investors may have purchased Latin American government bonds in the hope of securing a higher yield than they would obtain in consols or equities. The real income, though, accrued to the promoters and the speculators who traded the securities. Thereafter there was a divergence. Both the governments of the leading countries (Argentina, Brazil, and Chile) and the leading merchant banks had an interest in maintaining a country's credit and avoiding default. Temporary difficulties could be overcome by a suspension of amortisation payments and the funding or reduction of interest payments. This helped to sustain prices and made the bonds more attractive to investors concerned with income rather than capital gains. It also had spinoffs for provincial and municipal governments in those countries, for companies operating there, and even for some Latin American entrepreneurs seeking additional finance, since it made the City of London much more accessible to them. However, the bonds of other countries – the Central American republics, Venezuela, Colombia, and Ecuador, and Peruvian Corporation stock, which the London capital market continued to regard as a quasi-governmental obligation – remained largely speculative investments.

The attitudes of Latin American governments towards the London capital market probably also became more sophisticated, as their credit improved and the competition from continental Europe and the United States for their business increased. Some succeeded in largely ignoring London as the *primary* source of funds, although the City's issuing houses frequently took up a minority participation in their loans: Mex-

28 This is a central point of Carlos Marichal's excellent book, and one with which I totally concur (Marichal 1989: 9-10).

ico is the best example. After World War I both Argentina and Chile, which had possessed high reputations in London before 1914, were able to turn primarily to New York, where interest rates were lower and the market more open. British investors, though, purchased dollar-denominated securities, especially for Argentina, in considerable quantities. Brazil remained more dependent on London, because the valorisation of coffee ran into antitrust problems in the United States. Brazilian liabilities to London also remained relatively high because amortisation on the government debt was suspended between 1914 and 1927. However, despite a decade of relative neglect, after the Wall Street Crash Argentina was able to turn to the London market for limited amounts of capital on the basis of its continued high reputation and its importance to Britain.²⁹

Finally, as these examples imply, the changes in the relationship between Latin American governments and the City cannot be considered in isolation from developments in other European financial centres and New York and the growth of domestic capital markets within Latin America. One area of research which would be difficult, but which would shed considerable light on the history of international finance, would be a more methodical attempt to track the transfer of bonds across frontiers, and in particular the extent to which British investors held the internal loans of Latin American states and Latin American investors purchased their own countries' external bonds. A more careful study of the weekly market reports in the financial press, which frequently suggested the source of buying or selling pressure, would at least provide more evidence on this topic than exists at the moment. It is an important question, for the transfer of bonds to other countries might have considerable implications for policy-making. It has been claimed, after all, that one reason why Argentina, alone of the major Latin American countries, did not default on its external debt in the early 1930s was that Argentine citizens held so much of it (Díaz Alejandro 1984: 27).

29 These factors had important consequences for British policy towards Argentina and Brazil in the 1930s, see Abreu (1984; 1985a).

III

DEUDA PUBLICA EN ARGENTINA, CHILE Y BRASIL

Samuel Amaral

La deuda pública de Buenos Aires, 1800-1850

1. Introducción

En este trabajo describiremos las distintas formas de financiamiento del gasto público en Buenos Aires desde las últimas décadas coloniales hasta mediados del siglo XIX. Gastos extraordinarios e inesperados o circunstancias políticas que afectaban las fuentes normales de ingresos fiscales forzaban a la Hacienda a apelar a diversos recursos para cubrir los desequilibrios transitorios o permanentes. En este proceso pueden reconocerse seis modalidades: 1) transferencias de cuentas existentes en la misma Caja o de otras tesorerías; 2) imposición de contribuciones forzosas; 3) empréstitos forzosos; 4) crédito público; 5) empréstito externo, y 6) emisión fiduciaria. La primera modalidad se practicó hasta 1813; la segunda, entre 1811 y 1813; la tercera, entre 1813 y 1821; la cuarta, entre 1821 y 1840; la quinta, en 1824, y la sexta, en 1826-1829 y 1840-1850. A continuación veremos las características de cada una de estas formas de financiación y cómo fue utilizada.

El trabajo se limita a analizar la Caja de Buenos Aires (Real Caja hasta 1812, Caja desde 1813, Tesorería de la Provincia desde 1821). Las cajas del interior del virreinato y de las provincias después se limitaron a practicar la primera y segunda modalidad y, ocasionalmente, la tercera. Esta diferencia se debe a que ninguna provincia creó un sistema de crédito público, recurrió a empréstitos externos, o emitió papel moneda.

2. Las finanzas coloniales

Los distintos rubros de ingreso de la Real Hacienda se dividían en dos grandes categorías: 1) los destinados a la atención de los gastos generales de la administración, y 2) los ingresos que no pertenecían a la Real Hacienda. Estos a su vez se pueden dividir en dos subcategorías: a) los pertenecientes a cuentas especiales, sólo disponibles para pagos o transferencias justificables de acuerdo con los fines de esa cuenta; b) los que recibía en depósito tal como hoy los bancos lo hacen en sus cajas de seguridad, es decir, sin atribución alguna para disponer de ellos. Aunque los libros contables no siempre distinguen claramente las diversas categorías de ingreso, la vinculación de determinados impuestos a objetos específicos y la propiedad de ciertos ingresos no dependía de que se los agrupara en categorías especiales. Agrupados o separados no eran de libre disposición por la Real Hacienda, que por el contrario, como se lee en el *Gazophilacium* de Escalona Agüero, tenía expresamente prohibido utilizarlos aun de manera transitoria. Ciertos impuestos formaban entonces una masa común con que la Real Hacienda hacía frente a los gastos de la administración, pero otros ingresos debían mantener su independencia.

Los ingresos de la masa común administrados por la Caja de Buenos Aires a fines del siglo XVIII correspondían en más del 50 por ciento a las remesas efectuadas desde las cajas altoperuanas (54 por ciento en 1790). En los libros contables de esos años los ingresos que no integraban la masa común se encuentran agrupados en dos categorías: particulares de Real Hacienda y particulares ajenos. Los primeros (producto de azogues, reales novenos, cruzada, vacantes mayores y menores) tenían destinos específicos; los segundos (impuesto, depósitos, bienes de difuntos, inválidos, montepíos militar y de ministerio, y municipal de guerra) no pertenecían a la Real Hacienda. Estos dos tipos de ingresos deben ser excluidos de los ingresos corrientes. Los ramos particulares de Real Hacienda porque eran ingresos di-

rectos de la Corona: el de cruzada, por ejemplo, que en algún momento se había dispuesto fuera recaudado y administrado por tesoreros particulares que debían remitir los fondos "por cuenta aparte a su Magestad", a fines del siglo XVIII era administrado por la Real Hacienda. Los ramos particulares ajenos, porque no pertenecían a la Corona sino a particulares (inválidos, depósitos, montepíos) o a corporaciones (municipal de guerra en Buenos Aires o sisa en San Juan y Mendoza en la misma época, destinados a la atención de los gastos de defensa de la frontera). Si alguna confusión existió en las diversas cajas a lo largo de casi tres siglos acerca de cuáles ingresos debían formar la masa común y cuáles eran particulares de Real Hacienda, no hubo ninguna respecto de los particulares ajenos, cuya propiedad queda de manifiesto por el mismo hecho de no ser mencionados por Escalona o Fonseca y Urrutia.

Pese a las expresas disposiciones respecto del mantenimiento de la independencia de las cuentas de la Real Hacienda que no formaban parte de la masa común, hacia fines del siglo XVIII, por lo menos, no se observaban tales restricciones, no ya de manera accidental e ilegal sino con autorización real. Esto puede haber sido sólo el reconocimiento de una práctica inevitable en las cajas que no subsistían de ingresos genuinos locales sino de situados remesados desde cajas lejanas (era el caso de Buenos Aires, pero también de Santiago de Chile, de Caracas y de la mayoría de las cajas del Caribe), cuyo ritmo de ingresos coincidía sólo por casualidad con el de los gastos corrientes. Las cuentas de Buenos Aires entre 1789 y 1791 muestran claramente el funcionamiento de ese mecanismo de financiación del gasto público con fondos que existían físicamente en las arcas de la Real Hacienda pero que no le pertenecían. La mayor parte de los ingresos de la masa común de 1789 entró por la cuenta de "Otras Tesorerías", es decir, las remesas efectuadas desde el Alto Perú; pero en 1790 y 1791 hay otras dos cuentas, "Extraordinarios" y "Real Hacienda en común", que aportaron fondos masivamente. En realidad ellas expresan solamente el ingreso de fondos de cuentas particulares a la masa

común en calidad de adelantos efectuados hasta la llegada del situado. En las cuentas particulares de 1790 y especialmente de 1791 puede observarse que la mayor parte del cargo corresponde a la devolución de esos adelantos y que la mayor parte de la data corresponde a salidas hacia la masa común. En 1809-1811 las deudas de la Real Hacienda con las cuentas particulares se habían congelado. En esos años no se tomaron nuevos fondos pero tampoco se devolvieron los tomados anteriormente (Amaral 1984b).

Con la revolución de mayo de 1810, en Buenos Aires se produjo el dislocamiento de las finanzas públicas. Fondos de corporaciones e individuos cuya administración no estaba en absoluto relacionada con la Real Hacienda fueron tomados para cubrir los gastos corrientes. En 1810 la tesorería de tabacos y el Consulado efectuaron préstamos, aunque no eran los primeros que concedían ni los únicos organismos afectados por tales demandas. En años anteriores el Cabildo, la Compañía de Filipinas, la renta de correos y también individuos habían concedido préstamos que a fin de 1811 no habían sido reembolsados.

3. Las finanzas revolucionarias

La revolución debió hacer frente a una doble crisis financiera: por un lado, la desaparición de la principal fuente de ingresos fiscales y, por el otro, el rápido agotamiento de los recursos financieros tradicionales. Pese a ello no fue encarada una reforma tributaria ni financiera hasta 1821: durante los once años que transcurrieron hasta entonces se realizaron las más diversas experiencias, cuyo principal rasgo común fue el fracaso. En 1810, aunque los ingresos provenientes del comercio exterior habían crecido en las dos últimas décadas, todavía las remesas del Alto Perú eran de fundamental importancia para la Caja de Buenos Aires. Esa fuente en 1810 y en 1811 alcanzó a proveer el 15 por ciento del total de los ingresos, mientras que el comer-

cio exterior suplió el 60 por ciento, y la mayor parte del resto fue obtenida por el uso del crédito aún de manera tradicional, a través de suplementos de otras tesorerías.

Las cuentas de 1810 y 1811 (Tabla 1) muestran un desequilibrio entre los ingresos y los gastos que no alcanzó a ser cubierto por ese uso del crédito: los saldos negativos, superiores a los 300.000 pesos anuales, representan un exceso de 21,9 y 15,2 por ciento sobre el total del ingreso. Ese déficit fue cubierto con los fondos de los ramos particulares existentes en la Caja de Buenos Aires (Tablas 2 y 3); pero también ellos se agotaron con tal rapidez que fue necesario recurrir a otros ingresos tributarios y no tributarios y a otros mecanismos de financiación. El más importante de los nuevos recursos tributarios fue la contribución sobre fincas, comercio y artesanías, que entre 1812 y 1817 produjo alrededor del 10 por ciento del ingreso genuino (contribuciones extraordinarias en la Tabla 1). Entre 1812 y 1814 el más importante de los recursos no tributarios fue la expropiación de bienes de los españoles, que proveyó entre un cuarto y un tercio de los ingresos genuinos de la Caja de Buenos Aires (transferencias, Tabla 1). La notable reducción del déficit total a partir de 1812 fue posible por el recurso a nuevos mecanismos de financiación: agotado el uso del crédito por la vía tradicional mediante los suplementos de otras tesorerías en 1812, entre 1813 y 1821 los empréstitos forzosos proveyeron una proporción considerable de los ingresos fiscales (empréstitos, Tabla 1).

Las cuentas de la Caja de Buenos Aires no pueden analizarse, sin embargo, de manera separada de las de la aduana. Originariamente ésta era una caja subordinada que, descontados sus gastos, debía remitir todo el excedente a la Caja de Buenos Aires. Pero sus remesas sufrieron una fuerte caída a partir de 1812, a pesar de que la información aun parcial y fragmentaria sobre el comercio exterior de los años posrevolucionarios indica que estaba creciendo notablemente: en 1812-1813 fueron 75,5 por ciento de las de 1810-1811 y en 1814 sólo 41 por ciento. Esta aparente paradoja se explica al observar las cuentas de la aduana: si bien las salidas ya desde antes de 1810 no se pro-

ducían únicamente en dirección a la Caja de Buenos Aires, en 1814 sólo poco más del 15 por ciento fue remitido a ella. Esto se debe a que desde entonces la aduana se hizo cargo de la amortización de los títulos de la deuda pública emitidos desde 1813 y colocados por empréstitos forzosos, de modo que aunque la recaudación total estaba aumentando buena parte de ella ya había sido gastada mediante los adelantos obtenidos por tales empréstitos (Tabla 2).

Pueden distinguirse cuatro etapas en el desarrollo de la deuda pública y de los instrumentos que ella originó. Para establecerlas se han tomado en cuenta no tanto los aspectos financieros de los títulos en cuanto a sus características monetarias, ya que la escasez de moneda metálica los transformó en el principal medio de pago de las transacciones comerciales (excepto en el comercio al por menor, donde prevalecieron los vales), junto con las letras giradas sobre la misma plaza cuya generalización comenzó a operarse a partir de 1815.

La primera etapa estuvo constituida por la puesta en circulación en julio de 1813 de los pagarés sellados. Se trataba de títulos de deuda originados en un empréstito forzoso, recibibles por la aduana como dinero efectivo tras cierto plazo en pago de derechos de importación marítima y transmisibles por endoso. Tras una nueva emisión de pagarés sellados en enero de 1814, se pasó a la segunda etapa de desarrollo de la deuda pública con la colocación de empréstitos forzosos cuyos títulos de deuda no eran amortizables ni negociables: esto sucedió en abril y junio de 1815 y en enero de 1816 y con los empréstitos colocados en 1816 en algunas ciudades del interior por disposición del Congreso Nacional o de autoridades locales dependientes del gobierno nacional. La tercera etapa muestra un retorno a la monetización de los títulos de la deuda pública: en octubre de 1816 se reconoció el carácter de dinero efectivo a cualquier título de deuda, que se aplicara al pago de contribuciones extraordinarias, y los títulos emitidos por un empréstito forzoso en el mismo mes ya fueron de aceptación irrestricta como dinero efectivo en las tesorerías del Estado y también negociables entre parti-

culares. La culminación de esta etapa está dada por la amortización de marzo de 1817, cuando se dispuso que los créditos procedentes de empréstitos, suministros, pensiones, asignaciones u otras causas fueran liquidados (aunque no obligatoriamente) y que a sus titulares se les entregaran billetes amortizables. Este nuevo título de deuda era negociable por endoso, amortizable por la aduana y, acentuando los rasgos monetarios, fraccionable a gusto del acreedor. Luego, por si este fraccionamiento no se acomodaba a las necesidades de pago de los tenedores, apareció un nuevo título de deuda para el reconocimiento de los sobrantes de la suma expresada por un billete amortizable tras su presentación a la aduana en pago de derechos de introducción marítima. La cuarta etapa comenzó en 1818 con el reconocimiento del carácter de dinero efectivo a los títulos de deuda emitidos hasta entonces. Esta cláusula se originaba en el hecho de que los títulos anteriores, especialmente los billetes amortizables de 1817, que desde diciembre de ese año eran los únicos que la aduana estaba autorizada a recibir, no podían ser utilizados para cancelar más del 50 por ciento de los derechos de introducción adeudados. Al incluir la cláusula se estaba concediendo a estos títulos la facultad de cubrir el total de los derechos de importación. En septiembre de 1819 se reconoció el carácter de papel moneda a las libranzas que estuvieran originadas en la entrega de dinero efectivo a los ejércitos nacionales. La proliferación de títulos con tal cláusula obligó, si se quería recaudar algo de moneda física, a rebajar, desde agosto de ese año, la proporción en que tales títulos se aceptarían por la aduana; pero al mismo tiempo se emitió un nuevo título de deuda, cuya característica principal era, según Hansen, que, por primera vez desde el comienzo de esta serie de empréstitos, la creación del instrumento de cancelación se anticipaba a la existencia de la deuda que habría de satisfacer, y al que, en reconocimiento abierto de las funciones monetarias que cumpliría, se lo designaba como papel moneda, aunque el mismo Hansen prefiere reservar tal expresión para los billetes de curso forzoso. Esta etapa de proliferación de los títulos de deuda se cerró en

mayo de 1820 con la emisión de dos tipos de títulos: uno, el papel moneda creado el año anterior; otro, el papel billete amortizable, el mismo título emitido por la amortización de 1817, con los mismos inconvenientes. Si en medio de tal confusión la aduana recaudaba algo de moneda metálica era solamente por el crecimiento constante del comercio exterior, impulsado por el aumento de las exportaciones de productos pecuarios de Buenos Aires que proveía los fondos necesarios para las importaciones, el principal sujeto de imposición (Amaral 1981; 1988).

La desaparición del gobierno nacional en febrero de 1820 casi coincidió con el agotamiento de estos mecanismos de financiación: desde entonces sólo en abril del año siguiente, ante una amenaza de invasión a Buenos Aires, pudo apelarse por última vez a semejante recurso. Con la entrada de Manuel José García al Ministerio de Hacienda de Buenos Aires en agosto de 1821 se abrió el camino hacia la solución, tras una década de exacciones y de desorden fiscal. Pero no solamente desde el punto de vista tributario y financiero era necesario encontrar una solución, sino también desde el monetario, porque esos títulos de deuda habían funcionado como un medio de pago sustitutivo de la rarificada moneda metálica: si se iba a poner orden en las finanzas públicas, algún medio de pago debía reemplazar a la moneda metálica también. Seguidamente nos detendremos en algunos aspectos de la reforma financiera, para prestar atención luego a las transformaciones monetarias.

4. La reforma financiera

En 1821 la deuda pública estaba constituida por una masa de títulos emitidos desde 1813, cuya cantidad circulante se ignoraba, y por libranzas emitidas en nombre del gobierno nacional, especialmente por abastecimientos a los ejércitos. La amortización de 1817 no dispuso la presentación obligatoria de todos los títulos de crédito contra el Estado y, por lo tanto, no logró

unificar la deuda ni establecer su monto total. Tampoco fue acompañada por la creación de un título de deuda de características menos aleatorias que las de los anteriores, ya que los billetes amortizables entonces emitidos, como su nombre ya lo indicaba, siguieron siendo recibidos en la aduana en pago de ciertos derechos. En 1818 se debió recurrir nuevamente a empréstitos forzosos y la única vía intentada para evitar la desordenada presentación de los acreedores ante la aduana, la Caja Nacional de Fondos de Sudamérica, fue una institución destinada a congelar títulos de deuda transformándolos en la práctica en rentas perpetuas irrescatables. Este ensayo fracasó porque las tasas de interés pagadas por el depósito de títulos eran menores que la tasa de descuento con que circulaban en la plaza, por lo que era mucho más conveniente para los tenedores (en general fuertes comerciantes de la plaza y no ya los acreedores originarios) utilizarlos para pagar derechos de importación, ya que la aduana los recibía por su valor nominal.

Las reformas comenzaron por la reorganización de las oficinas de Hacienda, creándose la Contaduría y la Tesorería (en reemplazo de la Caja de Buenos Aires) y la Receptoría General que recaudaría todos los impuestos, tomando parte de las funciones de la Caja y de la aduana. Continuaron con la modificación de los sistemas de tributación y de recaudación, suprimiendo impuestos y simplificando los procedimientos contables. En adelante los libros se llevarían por el método de la partida doble y todas las contribuciones formarían una sola masa de la que se pagarían los gastos ordinarios y extraordinarios. Desaparecerían también los cuerpos privilegiados y algunos impuestos, cuya existencia real había cesado o se había tornado inútil tras la revolución. De este modo, fondos gastados muchos años atrás pero que aún mantenían vigencia contable, pertenecientes a los ingresos vinculados (particulares de Real Hacienda o particulares ajenos), desaparecieron definitivamente con esta reforma.

Esos fondos habían sido utilizados en los primeros años de la revolución, principalmente, para financiar el gasto público. El

total correspondiente a tales cuentas, en su mayoría sólo una ficción contable, llegaba en 1821 a 2.763.700 pesos. Entre 1810 y 1821 la aduana efectuó remesas a ellas por 1.431.300 pesos, 84 por ciento de esta cantidad entre 1810 y 1813. La aduana también efectuó remesas a otras (hospital, consulado, nuevo impuesto de ciudad) por un total de 1.247.300 pesos y a la Caja Nacional de Fondos de Sudamérica por 581.700 pesos. El total de fondos remitidos por la aduana a los antiguos ramos particulares y ajenos y a otras cajas entre 1810 y 1821 sumó, por lo tanto, 3.260.300 pesos. Rebajando de esta cantidad la diferencia entre la existencia en los ramos particulares y ajenos en 1810 y 1821 (605.700 pesos), se tiene un ingreso de 2.654.600 pesos. Estos son los fondos con que se cubrió el déficit total acumulado hasta 1821 como saldo neto de gasto e ingreso de la Caja de Buenos Aires y de la aduana que llegaba a 2.294.400 pesos (Tabla 3). El déficit total no coincide con el saldo del ingreso a los ramos particulares y ajenos porque fondos devueltos por la Caja a las cuentas particulares pueden haber sido remitidos nuevamente a aquélla y porque el total existente en esos ramos en 1821 puede haber estado constituido por algunos fondos físicos (especialmente en la cuenta de depósitos).

La solución de los problemas de las finanzas públicas se buscó a través de una reforma tributaria que impuso tarifas más bajas y simples y que suprimió algunos impuestos obsoletos, estableciendo otros, que intentaban atenuar la dependencia fiscal de la recaudación aduanera (como la contribución directa sobre la tierra y los capitales en giro), y a través de la creación del crédito público, que debería convertirse en la vía financiera regular de la Hacienda provincial. Estas reformas tuvieron desigual fortuna: por un lado la contribución directa, pagada en base a la declaración de cada contribuyente, no alcanzó a convertirse en una fuente importante de recursos fiscales; pero por otro, la nueva tarifa facilitó la percepción de los derechos sobre el comercio exterior y desalentó el contrabando.

Por fin, a través del crédito público se lanzaron títulos de deuda redimibles cuya colocación en la plaza no dependería de

distribuciones compulsivas sino de su rentabilidad real. En ese punto se unirían los intereses particulares con los del Estado, pero para llegar a él sería necesario consolidar antes la deuda pública ya existente – expresada principalmente en los títulos amortizables mencionados –, y luego atender con regularidad el servicio de los nuevos títulos. De ese modo, el Estado podría acceder al hasta entonces estrecho mercado financiero interno y aun ampliarlo por la variedad de las opciones y por la oferta de una tasa de interés más atractiva. Las obligaciones escriturarias y muy recientemente las letras giradas sobre la plaza eran los únicos instrumentos de ese mercado y ninguno de ellos era apto para que el Estado financiara sus gastos extraordinarios. La consolidación de la deuda pública se emprendió pocos días después de la creación del crédito público con la emisión de cinco millones de pesos en fondos públicos; así se eliminaría la incertidumbre que afectaba a la recaudación fiscal ya que todos los títulos en circulación entrarían en la consolidación. Esa emisión de bonos públicos daba respuesta, al mismo tiempo, a otros problemas no menos agudos: la escasez de medios de pago en Buenos Aires; la caída de la demanda de los mercados del interior, afectados por la crisis de 1820 y por la progresiva manifestación de los efectos de la interrupción de los vínculos con el Alto Perú, y las consecuencias sociales de la desmovilización del ejército nacional. Entre 1821 y 1825 se emitieron para la consolidación – no hubo emisiones sin ese fin – alrededor de 7 millones de pesos en bonos, cuyas dos terceras partes correspondieron a deudas por gastos militares, es decir, abastecimientos, asignaciones y sueldos caídos, premios por retiro, etc. (Amaral 1982).

La resolución del problema que para el funcionamiento del crédito público presentaba la deuda pública anterior acarreo otro: la proliferación de bonos en plaza por su utilización como medio de pago hizo caer su precio al 30 por ciento de su valor nominal; así, cualquier emisión que se intentara para hacer frente a gastos extraordinarios no podría sino provocar una mayor caída de la cotización y consecuentemente un alza de la

tasa de interés efectiva de los bonos públicos. Era necesario, si se quería contar con una vía de financiación regular y de largo plazo, levantar el piso de cotización a fin de que pudiera absorberse el impacto de nuevas emisiones. La tasa efectiva del 20 por ciento, que redituaban los bonos públicos corriendo al 30 por ciento, era ya suficientemente alta frente a la tasa nominal del 6 por ciento. Este nuevo problema surgido de la relación entre la tasa de interés efectiva y la apreciación de los bonos no era de fácil solución: la valorización de los bonos acrecentaba el pasivo del sector público – puesto que el rescate se hacía al tipo de plaza – y reducía el atractivo de la colocación en bonos públicos si la escasez de medios de pago mantenía una tasa de interés alta. Si el crecimiento del pasivo podía soslayarse en beneficio del funcionamiento del sistema, la persistencia de la iliquidez afectaría ese funcionamiento. Entonces, antes de buscar la apreciación de los bonos debía resolverse la escasez de medios de pago. Para resolver este problema se propició la creación de un banco; para aquél, la contratación de un empréstito externo.

5. De la moneda metálica al papel moneda

La ruptura de los vínculos administrativos con el Alto Perú y las dificultades en los intercambios causadas por la guerra produjeron en Buenos Aires a partir de la revolución una aguda escasez de metálico, el único medio de pago legal. Esta penuria fue mitigada por la aparición de títulos de deuda endosables entre particulares y amortizables por la aduana, que entre 1813 y 1821 se convirtieron en el sustituto de la moneda faltante. No eran sustitutos perfectos, sin embargo, ya que corrían con descuento considerable respecto del valor nominal y la carencia de un mercado formal para su negociación tornaba impreciso su valor efectivo. Aunque a partir de 1817 se emitieron títulos fraccionados a pedido del acreedor, al no tener valores fijos y denominaciones menores su circulación quedó reservada a

ciertas franjas del comercio. En las más bajas continuó circulando la moneda macuquina y se desarrollaron formas espurias como las fichas y vales de los comerciantes minoristas. De tan escueto panorama queda claro que hacia 1820, pese a que el medio de pago legal era solamente la moneda metálica, habían aparecido en su ausencia otros medios de pago, pero ninguno de ellos cumplía todas sus funciones.

Ya antes de 1810 existían otros sustitutos del metálico, la letra de cambio y la libranza, pero las restricciones legales de la época limitaban su uso al comercio de larga distancia. La fuerte condena de la usura, que subsistía no sólo en los textos legales, impedía el desarrollo de estos medios de pago en la medida en que vedaba su circulación dentro de una misma plaza. Fueron necesarios varios años tras la revolución para que las letras se desarrollaran como instrumentos de crédito. Sólo a partir de 1815 comenzaron a registrarse en los protocolos notariales de Buenos Aires protestos de letras secas – giradas sobre la misma plaza – y, a juzgar por la misma fuente, este giro no se extendió hasta cinco años después. El perfeccionamiento de las funciones monetarias y crediticias de esas letras se produjo al iniciarse las operaciones del Banco de Buenos Aires, en septiembre de 1822. Desde entonces, por la liquidez que aseguraba el descuento por el Banco, esos instrumentos de pago pudieron negociarse con mayor fluidez entre particulares; y en poco tiempo, perdiendo sus funciones comerciales, se transformaron exclusivamente en instrumentos de crédito.

El Banco de Buenos Aires fue una empresa privada, creada para dotar a la plaza de un medio de pago legal que reemplazara a la moneda metálica y que no contuviera las imperfecciones de los sustitutos que circulaban desde 1813. Con este fin impulsó la creación de un banco que monetizara el crédito privado. El Banco de Buenos Aires emitió billetes convertibles a la par, que entraban en circulación por el descuento de letras giradas en la plaza. En tanto se mantuviera la confianza del público el Banco sólo necesitaba mantener como reserva metálica una fracción del total de billetes circulantes. Esta relación se

situaba en la época en el 25 por ciento y la confianza se mantenía en base a la libre convertibilidad. Con la creación del Banco se había provisto a la plaza de un medio de pago legal y se había despojado a los títulos públicos de sus funciones monetarias, pero al monetizar el crédito interno se dio un impulso extraordinario al comercio exterior. Aunque durante dos años el directorio del Banco se manejó con cierta moderación, la demanda de crédito aumentó más rápidamente que las reservas metálicas. Esta peligrosa disminución de la reserva en relación con la masa de billetes circulantes fue advertida y se hicieron intentos por paliarla, pero al mismo tiempo el Banco estaba siendo empujado por el mismo gobierno hacia el abismo al utilizar los fondos del empréstito externo en la concesión de crédito a los comerciantes de la plaza en lugar de emplearlos en la compra de la deuda pública interna, como inicialmente se había pensado.

6. El empréstito externo

El empréstito externo había sido autorizado a fines de 1822 para la construcción de obras públicas. La emisión se haría bajo las mismas condiciones generales de los bonos públicos internos. Se tomarían cinco millones de pesos con un interés del 6 por ciento anual y un 0,5 por ciento de amortización anual.

Tras casi un año de negociación con una sociedad integrada por seis comerciantes de Buenos Aires, se convino la contratación del empréstito al tipo mínimo legal del 70 por ciento y la colocación de los títulos en Londres. La negociación se haría por el total de la cantidad autorizada debido al costo de la colocación de pequeñas cantidades. Los fondos que no fueran inmediatamente utilizados en las obras públicas se colocarían en bonos públicos internos. Se esperaba que la diferencia entre las tasas de interés de Londres y de Buenos Aires permitiría satisfacer el servicio de la deuda externa sin imponer nuevas cargas

a los contribuyentes, y que el valor de los fondos públicos aumentase de modo que las cuotas que se necesitasen para la realización de las obras públicas podrían venderse con ganancia.

Esta operación fue presentada por el ministro de Hacienda como la única alternativa para evitar el retorno a los ruinosos empréstitos forzosos y contribuciones, tan frecuentes antes de la creación del crédito público. En la efímera oportunidad ofrecida por el mercado financiero londinense se advertía la posibilidad de reproducir en una escala mucho más modesta un mecanismo al que pudiese recurrir regularmente la Hacienda provincial para financiar sus gastos extraordinarios.

El 1º de julio de 1824 los agentes de la sociedad contratista firmaron el bono general. De acuerdo con las instrucciones del ministro debían retener £ 120.000 para el pago de intereses y £ 10.000 para el fondo de amortización, que se colocarían en *exchequer bills*, luego vendidas para pagar los vencimientos. Como a los contratistas correspondían £ 7.000 por comisión, quedaban para trasladar a Buenos Aires £ 563.000, que al cambio corriente de 48 peniques por peso o, lo que es lo mismo, de 5 pesos por libra esterlina equivalían a 2.515.000 pesos. Las sumas depositadas en Baring estaban a disposición del gobierno hasta la fecha de cada uno de los vencimientos, por lo que la cantidad obtenida por la colocación, al mismo tipo de cambio y deducida la comisión de los agentes, fue de 3.465.000 pesos.

Los fondos ingresaron en la Tesorería de Buenos Aires entre octubre de 1824 y febrero de 1825 de tres diferentes maneras: 1) en onzas de oro enviadas desde Londres (123.876 pesos, 4,4 por ciento de los fondos que debían trasladarse); 2) por la negociación de letras de cambio giradas en Londres (520.574 pesos 18,5 por ciento de los fondos), y 3) por letras de cambio giradas por el tesorero contra los fondos existentes en Londres, negociadas en Buenos Aires (2.176.308 pesos, 77,1 por ciento del total).

El total trasladado alcanzó 2.820.759 pesos, correspondiente a £ 551.136, 6 chelines, 9 peniques. Si se suman 31.300 pesos correspondientes a premios por cambio, se obtiene un total de

2.852.059 pesos 3 $\frac{3}{4}$ reales por la misma cantidad en libras, lo que daría un tipo de cambio medio de 46,4 peniques por peso.

Tras el ingreso de los fondos a la Tesorería, se planteó el problema de su empleo productivo hasta que se los destinara a la construcción de las obras públicas. Esto se debió a que la negociación se había hecho por la cantidad total autorizada y no por partes, de acuerdo con las necesidades de las obras. La negociación del total había sido necesaria para sostener el crédito público (negociaciones parciales no hubiesen tenido el mismo efecto sobre la plaza) y consecuentemente la solución del problema planteado por tal decisión debía ser la compra de bonos públicos internos. La sola expectativa de que esto sucediera ya había llevado la cotización de los bonos públicos del 40 por ciento a que corrieran a fines de 1823 a más del 90 por ciento del valor nominal en julio de 1824.

Como la única operación de compra de fondos públicos no respondió a las expectativas (y, además, la valorización de los fondos ya se había producido), el 2 de enero de 1825 se creó una Junta de Inspección y Economía para decidir acerca del empleo productivo de los fondos del empréstito hasta que llegara el momento de su utilización en las obras públicas señaladas por la ley. Desde el 9 de febrero que comenzaron las operaciones hasta principios de marzo se descontaron letras a particulares por 113.000 pesos, y al Ministerio de Hacienda por 618.405 pesos 7 $\frac{1}{4}$ reales. A fines de abril la cantidad adeudada por el gobierno llegaba a 864.643 pesos 7 reales, lo que indica que las operaciones de descuento al menos continuaron para él si no para los particulares.

Entre abril de 1825 y febrero de 1826, los fondos fueron colocados en el descuento de letras de comerciantes. El total de las operaciones alcanzó un total nominal de 8.080.159 pesos 7 $\frac{3}{4}$ reales. Al tesorero de la provincia y al de la receptoría correspondió alrededor del 30 por ciento del total de las operaciones. Del giro de los fondos se obtuvo un considerable beneficio, que a fines de 1825 alcanzó 330.534 pesos (incluyendo lo obtenido por las operaciones de descuento, por el rédito de los bonos pú-

blicos y por los fondos depositados en Baring). Esto representó el 9,5 por ciento sobre los 3,5 millones de pesos del capital nominal en giro, es decir, 0,9 por ciento más que la tasa de interés efectiva de los fondos externos. Así se estaba logrando, por otra vía, la concreción del buen negocio planeado: aprovechar el desequilibrio de los mercados financieros mediante el giro en la plaza de los fondos obtenidos en el exterior colocándolos no en bonos públicos, como se había pensado, sino en el descuento de letras y manteniendo el capital a disposición del gobierno a corto plazo.

El entretenimiento de los fondos del empréstito, decía un informe de la comisión de cuentas de la Junta de Representantes de octubre de 1825, "compensará más allá del gravamen del pago de rentas y de la parte amortizante, pues... no podrán los descuentos producir en cada uno de los años siguientes menos de 350 a 400.000 pesos, estando el cálculo en favor del más". Así hubiera sido, efectivamente, si factores no ajenos a la misma existencia de la comisión y a su modalidad operativa no hubieran llevado, junto a otros de más antigua data, a la crisis de enero de 1826 que detonada por el bloqueo brasileño se manifestaría en una crecida inflación.

El empréstito externo había sido contratado menos para cumplir con los objetivos de la ley que para producir una valorización de los bonos públicos internos, de modo que el crédito público fuera la vía regular de financiación de la Hacienda provincial. Las expectativas en torno del funcionamiento del sistema requerían algún medio de levantar la alicaída apreciación de los bonos y se encontró que el mercado financiero londinense podía suministrarlo. La diferencia entre las tasas de interés corrientes en Londres y en Buenos Aires ofrecía un atractivo tal como para suponer que con el giro en ésta de los fondos del empréstito podría atenderse su servicio sin afectar la disponibilidad del capital. A esto se debió que al superar los bonos públicos el límite de valorización hasta donde era posible aprovechar el desequilibrio de los mercados financieros, los fondos se colocaran en el descuento de letras de comerciantes de la plaza; de

ese giro saldrían las cantidades necesarias para el pago de intereses y amortización. La actividad de la comisión planteó serios problemas al Banco, pero también a la economía de Buenos Aires, por la fuerte expansión del crédito. Durante los meses en que compitieron por el predominio del mercado financiero, la comisión otorgó créditos por poco más de 8 millones de pesos y el Banco por 11,5 millones, incrementándose el volumen total de crédito de 1825 en 71 por ciento respecto del año anterior.

El 5 de enero de 1826 el directorio del Banco de Buenos Aires solicitó al gobierno autorización para suspender la conversión de sus billetes; si no la obtenía, por la extrema carencia de metálico cuya demanda acrecentaba el bloqueo, debería paralizar sus operaciones. El Congreso se negó a concederla, pero pocos días más tarde se llegó a la inconvención por una vía indirecta cuando, debido a la guerra, el gobierno provincial puso los fondos metálicos del Banco a su disposición. El fracaso del Banco de Buenos Aires permitió renovar con leves modificaciones el proyecto – frustrado a comienzos de 1825 – de creación de un banco nacional. Su capital se integraría con un millón de pesos del Banco de Buenos Aires, tres millones aportados por la provincia y seis de una suscripción pública. El Congreso aprobó la ley respectiva el 28 de enero de 1826 y el 11 de febrero comenzó a funcionar el Banco Nacional. Los accionistas del anterior Banco obtuvieron por cada acción de 1.000 pesos de las suyas siete nuevas acciones de 200 pesos; y el gobierno nacional, 15.000 acciones por el aporte de los tres millones de pesos del empréstito de la provincia, que desde entonces pasaba a su cargo.

Hasta la integración de los fondos del empréstito al Banco Nacional, un tercio de ellos había sido destinado a financiar el gasto público y el resto a la concesión de créditos al comercio de la plaza. Desde su apertura, el Banco Nacional debió atender los requerimientos financieros del gobierno nacional – por la ley de su creación debía abrirle un crédito de dos millones de pesos –, pero no pudo hacerlo apelando a su capital, inmovilizado en una cartera de lenta realización y de difícil reducción,

sino a la emisión de papel moneda inconvertible. Como las acciones del gobierno quedaron hipotecadas por su deuda con el Banco el 30 de junio de 1826, los fondos del empréstito sirvieron para financiar el gasto público desde el 11 de febrero hasta esa fecha, es decir, el Banco Nacional debió seguir suministrando fondos al gobierno pero ya no sobre la base de su aporte de capital sino por la fuerza. Tras una oscura existencia, durante la cual sus mismos accionistas intentaron liquidarlo por el escaso volumen de sus negocios y el peso de la deuda del gobierno, el Banco Nacional desapareció el 31 de mayo de 1836 por el vencimiento del plazo legal de la empresa. Sus negocios no fueron liquidados y la Casa de Moneda que lo sustituyó continuó las operaciones del "extinguido Banco" en una cuenta separada. La liquidación no fue llevada a cabo hasta agosto de 1854, oportunidad en que el gobierno no hizo reclamo alguno por las acciones que le correspondían, hipotecadas desde junio de 1826. Allí desaparecieron, desde el punto de vista contable, los fondos del empréstito, transformados desde febrero de 1826 en 15.000 acciones del Banco Nacional.

El 12 de julio de 1827 se efectuó el último pago de intereses y de la amortización del capital correspondiente. Tras negociaciones prolongadas y no demasiado provechosas para los acreedores, el 20 de noviembre de 1857 se alcanzó una solución definitiva mediante un convenio de refinanciación de la deuda suscripta por el gobierno de la provincia y el representante de los tenedores de bonos. Desde entonces y hasta la crisis de 1890, el servicio fue atendido regularmente – desde 1867 por el gobierno nacional –, y tras una nueva negociación en 1892 la deuda se extinguió en 1904, ochenta años después de la emisión de los títulos y 44 después del vencimiento del plazo original (Amaral 1984a).

7. La financiación inflacionaria, 1826-1829

En abril de 1825 el gobierno puso en el descuento de letras los fondos del empréstito externo contratado el año anterior, produciendo una formidable expansión del crédito y consecuentemente una sobre-emisión de billetes, llevando la relación reserva/circulante por debajo del 10 por ciento. Esta situación podría haberse prolongado por algún tiempo siempre que el Banco mantuviese la conversión, evitando perder la confianza del público. Pero eso no fue posible: a fin de diciembre de 1825 el Imperio del Brasil bloqueó el puerto de Buenos Aires y en la primera semana de enero de 1826, en previsión de una corrida contra sus ya escasas reservas, el Banco solicitó al gobierno el relevo de la obligación de convertir sus billetes en metálico. Fue en ese momento cuando se quebró el vínculo entre el valor intrínseco y el valor nominal del medio de pago.

Cuando el Banco de Buenos Aires fue arrastrado por la crisis de la inconvertibilidad, el gobierno envió al Congreso nacional un proyecto de creación de un banco nacional que lo absorbería. El capital de la nueva institución se integraría con el aporte de las acciones del anterior Banco – que recibirían un premio del 40 por ciento – y con un aporte del gobierno. Aunque éste excedía largamente al de los particulares, una escala diferencial de votos dejaba en manos de éstos el control de la institución. Estas concesiones revelarían su inutilidad cuando el gobierno, convertido ya en el principal deudor, presionara al directorio del Banco hasta conseguir que emitiera billetes a su voluntad.

El Banco Nacional comenzó sus operaciones el 11 de febrero de 1826, emitiendo billetes, al igual que su antecesor, contra el descuento de letras giradas en la plaza. Desde el comienzo, sin embargo, sufrió demandas del gobierno sin una contrapartida de letras que justificara la emisión. Por la ley de creación del Banco el gobierno recibió un crédito de dos millones de pesos, que a fines de junio ya se había agotado. Entonces se acordó que el Banco abriría un nuevo crédito al gobierno por dos millo-

nes de pesos, que sería considerado el mencionado en la ley de su creación, quedando la deuda contraída hasta entonces bajo la garantía hipotecaria de las acciones del Banco pertenecientes al gobierno. Estas sumaban un total de tres millones de pesos, provenientes de los fondos del empréstito externo, que tras haber sido puestos en el descuento de letras en 1825, entraron a formar el capital del Banco Nacional. El Banco de Buenos Aires no había concedido ningún préstamo significativo al gobierno, por lo que toda la deuda de éste con el Banco Nacional fue contraída a partir de su creación.

A partir del 9 de enero de 1826, durante los años de guerra y más allá también, el gobierno utilizó la emisión de papel moneda para la financiación del gasto público. No se intentaron reformas tributarias o arancelarias que permitieran hacer frente a los ingentes gastos con recursos genuinos; tampoco se apeló (excepto en septiembre de 1827) a la emisión de títulos públicos, cuyo resultado hubiese sido la caída de su valor de plaza y por lo tanto el aumento de la tasa de interés efectiva. Tras vencer la resistencia del directorio del Banco Nacional, amenazando siempre con el temido retorno a la convertibilidad de los billetes que provocaría la ruina inmediata de la institución, el gobierno logró los fondos que necesitaba para atender los crecientes gastos. Pero tanto la voracidad del gobierno como la debilidad del directorio tuvieron su costo.

Al tiempo que las demandas del gobierno aumentaban el Banco se veía obligado, para no emitir nuevos billetes, a reducir su cartera de crédito comercial. De este modo se llegó a una situación en que casi toda la emisión monetaria era deuda del gobierno. De una cartera de 3,3 millones de pesos integrada totalmente por letras descontadas a particulares en febrero de 1826, se pasó en enero de 1828 a 2,5 millones de pesos en letras descontadas a particulares (muchas de ellas incobrables, por ser de comerciantes quebrados a raíz del bloqueo) y 12,1 millones de pesos de deuda del gobierno. Esta deuda, en su mayor parte, no estaba documentada: los billetes habían sido emitidos por disposición del gobierno, en ejercicio de su autoridad. Entre co-

mienzos de 1826 y mediados de 1828 la emisión creció a un tasa equivalente al 5,3 por ciento mensual (Amaral 1988: 413-416).

8. Finanzas públicas, 1822-1851

Con la creación del crédito público en 1821 el gobierno intentó tener a su disposición un medio de atender los gastos extraordinarios de un modo que no fuese perjudicial para sus acreedores y, en definitiva, para la economía de Buenos Aires. Por los motivos señalados, antes de que el sistema pudiera funcionar normalmente se debió apelar a la financiación inflacionaria para cubrir los desequilibrios entre el gasto y el ingreso públicos. Posteriormente, sin embargo, se hicieron nuevas emisiones de bonos públicos que se colocaron no siempre de manera voluntaria.

Entre 1821 y 1825 se hicieron cuatro emisiones de bonos del 6 % y una de bonos del 4 % (la única efectuada) por un total de 6.693.333 pesos. En 1827 se hizo una emisión de 6 millones de pesos, a la que siguió otra por la misma cantidad en 1831; dos en 1834 por 8 millones; una en 1837 por 17 millones y la última del período en 1840 por 10 millones de pesos. Entre 1821 y 1840 fueron emitidos entonces bonos públicos por un total de 53.693.333 pesos. Como estos bonos eran rescatados de manera regular (con ese fin se destinaban 3,8 millones de pesos cada año, aunque no hay evidencia de que los bonos rescatados se retiraran efectivamente de la circulación), el monto en circulación no era igual al total de la emisión. A fin de 1840 la circulación alcanzaba 35,8 millones de pesos y a fines de 1850, 13,4 millones. Esas sumas son equivalentes a 1,6 y 0,9 millones de pesos metálicos.

Entre 1822 y comienzos de 1826 la emisión de billetes de banco alcanzó 2,7 millones de pesos. Entre 1826 y 1836, durante la existencia del Banco Nacional, la emisión de papel moneda alcanzó 12,6 millones de pesos. Por diversas leyes aprobadas entre 1837 y 1840 se emitieron 36,4 millones de pesos y 73,6

millones por otra de enero de 1846. De este modo, el total de billetes emitidos entre 1822 y 1850 (la emisión siguiente fue realizada en enero de 1852) llegó a 125,3 millones de pesos, equivalentes a 8,6 millones de pesos en metálico.

El déficit acumulado entre 1822 y 1851 sumó 169,7 millones de pesos, cubiertos por los 125,3 millones de pesos en papel moneda y los 53,7 millones de pesos emitidos en bonos públicos. La diferencia de 9,3 millones de pesos de la suma de emisiones de papel moneda y de bonos respecto del déficit total puede explicarse por la destrucción de billetes por el uso, por amortizaciones y por fondos en posesión de la Tesorería. Del total de gastos incurridos entre 1822 y 1850, el 76 % fue cubierto con ingresos genuinos y el 24 % con emisión de bonos y de papel moneda. La principal fuente de ingresos genuinos fueron los impuestos sobre la importación, que aportaron en promedio el 71 % del total. Durante los años de los bloqueos la recaudación cayó de manera notable y por ello aumentó la proporción de otros impuestos. En general se trató de impuestos circunstanciales y transitorios, que sólo entre 1826 y 1833 tuvieron una participación significativa en la recaudación (en 1828 alcanzaron el 25 % del total). La contribución directa y el papel sellado no alcanzaron a aportar en promedio más del 10 % de la recaudación y sólo durante los bloqueos la proporción sobrepasó las magras cifras habituales. La reforma tributaria de 1821 no pudo asentar el ingreso de la Tesorería sobre bases distintas de las que había tenido en las últimas décadas del siglo XVIII y en las dos primeras del XIX, marcadas por una extrema dependencia del comercio exterior.

Los gastos de guerra fueron el principal rubro del gasto público. Durante el período 1822-1851 alcanzaron en promedio el 53 % del total. Esta cifra, sin embargo, no da cuenta completamente de la magnitud de los gastos militares ya que buena parte de los gastos de Hacienda, que en promedio alcanzaron el 32 % del total, estuvo destinada a la atención de una deuda de largo y de corto plazo ocasionada por gastos de guerra. Los gastos que con seguridad no tuvieron fines militares (gobierno, jus-

ticia, junta de representantes y relaciones exteriores) contaron en promedio por algo menos del 15 % del total.

Frente a una deuda total del erario a fines de 1850 de 9,5 millones de pesos en metálico (8,6 millones por el papel moneda y 0,9 millones por los bonos), el promedio de ingresos en 1849-1851 alcanzaba a poco menos de 1,4 millones de pesos en metálico en tanto que el promedio de gastos era algo superior a 1,5 millones de pesos. En esos años el 22 % del total de los ingresos se destinó a la atención de la deuda pública, pero sólo 7 % correspondió a la atención de la deuda de largo plazo (y el resto puede haber sido el pago de obligaciones de corto plazo contraídas a lo largo de cada ejercicio).¹

9. Conclusión

El gobierno de Buenos Aires recurrió a partir de 1821 a instrumentos financieros más modernos y menos conflictivos que las exacciones disimuladas tras empréstitos y contribuciones forzosas que había sido la regla en la década anterior y que siguieron prevaleciendo en el interior. La dificultosa operación de esos instrumentos lo llevó, inadvertidamente, a apelar a la emisión de papel moneda. Pese a los esfuerzos por disminuir la cantidad de billetes en circulación, la tentación de usar el recurso financiero más fácil no pudo ser evitada, especialmente durante el bloqueo brasileño de 1826-1828 y desde el bloqueo francés de 1838-1840 en adelante.

Buenos Aires mantuvo entre 1826 y 1867 un papel moneda inconvertible, de curso forzoso, como el único medio de pago legal en un mundo que todavía por mucho tiempo permanecería apegado al metálico. Esta fue una experiencia singular que la diferenció del interior y del resto del mundo con el que mantenía vínculos comerciales. A ella llegó por un proceso que co-

1 Cf. las fuentes de las Tablas 4 y 6 y Burgin (1960: 75-103, 213-278). Véase también Nicolau (1977; 1980), Halperin Donghi (1982) y para un período posterior Scobie (1954).

menzó con formas primitivas de financiamiento mediante transferencias entre cuentas y entre cajas en la época colonial; que siguió con las contribuciones y empréstitos forzosos de la década de 1810; y que en la década de 1820 estableció las formas modernas de financiación que prevalecieron en las décadas siguientes: el crédito público, los empréstitos externos y la emisión de papel moneda. Aquí hemos mostrado las características de cada una de esas formas y la evolución de una a otra entre 1800 y 1850.

Tabla 1: Caja de Buenos Aires: ingresos y gastos, 1810-1821 (en miles de pesos de 8 reales)

Ingresos	1810	1811	1812	1813	1814	1815
Tributarios						
Aduana	1.084,9	1.158,5	819,0	875,5	459,4	1.099,8
Hacienda: otros ramos	84,9	47,6	48,8	42,5	37,4	22,3
Contribuciones extraordinarias	-	-	116,0	261,7	226,9	134,0
Subtotal (S_1)	1.169,7	1.206,1	938,8	1.179,7	723,7	1.256,1
No tributarios						
Transferencias	296,5	326,5	569,7	549,5	373,4	172,6
Haciendas en común: ingresos varios	69,7	145,3	178,2	82,0	189,4	93,6
Donativos	21,0	32,0	0,8	2,9	-	0,9
Subtotal (S_2)	387,2	503,8	748,7	634,4	562,8	267,3
Total de ingresos genuinos ($S_1 + S_2$)	1.556,9	1.709,9	1.732,6	1.814,1	1.286,5	1.523,4
Créditos						
Suplementos de otras tesorerías	212,4	444,6	79,7	-	36,9	6,1
Empréstitos	-	-	-	425,1	108,5	292,8
Crédito a corto plazo	-	-	-	-	-	-
Subtotal (S_3)	212,4	444,6	79,7	425,1	145,4	298,8
Total ($S_1 + S_2 + S_3$)	1.769,3	2.154,6	1.812,2	2.239,0	1.431,9	1.822,2

Tabla 1 (Cont.)

Ingresos	1816	1817	1818	1819	1820	1821
Tributarios						
Aduana	1.449,5	1.134,4	296,7	271,4	688,3	703,6
Hacienda: otros ramos	53,1	40,9	38,8	47,2	27,9	47,9
Contribuciones extraordinarias	166,6	127,7	51,0	48,1	19,5	30,8
Subtotal (S ₁)	1.669,2	1.303,0	386,5	366,7	735,6	782,4
No tributarios						
Transferencias	16,7	12,9	6,2	8,0	1,5	4,4
Hacienda en común: ingresos varios	30,0	12,7	20,3	20,7	15,1	128,0
Donativos	5,1	0,3	1,9	-	-	1,9
Subtotal (S ₂)	51,8	25,9	28,4	28,7	16,6	134,4
Total de ingresos genuinos (S ₁ + S ₂)	1.721,0	1.328,9	414,9	395,4	752,3	916,7
Créditos						
Suplementos de otras tesorerías	34,3	33,4	21,7	0,8	1,2	-
Empréstitos	286,5	40,6	654,9	519,1	29,3	167,3
Crédito a corto plazo	-	-	-	-	-	228,0
Subtotal (S ₃)	320,8	74,0	676,6	519,9	30,4	395,2
Total (S ₁ + S ₂ + S ₃)	2.041,8	1.402,9	1.091,6	915,3	782,7	1.312,0

Tabla 1 (Cont.)

Gastos	1810	1811	1812	1813	1814	1815
Generales						
Gobierno	102,5	40,2	57,1	36,1	31,4	40,3
Hacienda	42,2	80,7	107,8	7,0	38,0	1,3
Guerra	741,4	894,8	1.144,0	1.336,6	782,7	790,1
Otros	533,6	204,7	155,6	231,2	269,5	557,2
Subtotal (T ₁)	1.419,8	1.220,4	1.464,5	1.610,8	1.121,6	1.388,9
Buenas cuentas						
Hacienda	- 14,7	10,5	- 25,7	65,0	21,1	55,6
Militares	825,3	1.072,9	375,8	570,7	366,9	378,4
Otras	- 72,9	178,3	58,7	10,4	- 115,6	8,6
Subtotal (T ₂)	737,6	1.261,7	408,8	646,1	272,3	442,6
Total (T ₁ + T ₂)	2.157,4	2.482,1	1.873,3	2.256,9	1.393,9	1.831,5
Diferencia (ingresos - gastos)	- 388,1	- 327,6	- 61,1	- 17,9	38,0	- 9,2

Tabla 1 (Cont.)

Gastos	1816	1817	1818	1819	1820	1821
Generales						
Gobierno	36,3	88,7	85,7	56,1	22,3	45,6
Hacienda	3,9	62,2	43,1	24,4	4,1	227,5
Guerra	529,4	453,0	628,8	363,5	375,9	641,9
Otros	1.057,9	434,8	57,6	216,0	152,7	199,9
Subtotal (T ₁)	1.627,4	1.038,7	815,2	660,0	555,0	1.114,9
Buenas cuentas						
Hacienda	50,5	- 22,3	18,9	34,4	34,5	19,1
Militares	337,0	322,0	285,6	215,0	177,5	189,4
Otras	25,6	46,0	44,8	38,5	14,4	3,4
Subtotal (T ₂)	413,1	345,7	349,3	287,8	226,4	211,9
Total (T ₁ + T ₂)	2.040,5	1.384,4	1.164,8	947,8	781,3	1.326,8
Diferencia (ingresos - gastos)	1,3	18,5	- 73,2	- 32,5	1,4	- 14,8

Fuentes: Caja de Buenos Aires, libro mayor, 1810-1824, AGNBA, Sala III, 39-3-3, 7, 11, 15 y 19; 39-4-3, 7, 11, 15 y 19; 39-5-4, 10, 12, 17 y 20; y 40-1-1.

Tabla 2: Aduana de Buenos Aires: entradas y salidas, 1810-1821 (en miles de pesos de 8 reales)

Entradas y salidas	1810	1811	1812	1813	1814	1815
Entradas						
Existencia del año anterior	62,8	87,0	109,7	51,0	18,9	28,8
Derechos sobre el comercio	1.783,2	1.816,7	1.754,2	1.131,0	2.266,2	1.579,3
Otros	23,4	26,4	86,0	58,3	28,5	52,1
Total	1.869,4	1.930,1	1.949,9	1.240,3	2.313,6	1.660,2
Salidas						
Sueldos y gastos	29,2	36,3	38,8	40,6	59,8	58,9
Remesas a la Caja	904,2	1.016,6	675,8	885,5	351,4	534,7
Otros	849,1	767,5	1.184,2	295,3	1.873,7	525,5
Total	1.782,5	1.820,4	1.898,8	1.221,4	2.284,9	1.159,1

Tabla 2 (Cont.)

Entradas y salidas	1816	1817	1818	1819	1820	1821
Entradas						
Existencia del año anterior	11,5	7,2	22,1	-	0,6	0,7
Derechos sobre el comercio	1.509,6	2.039,0	1.893,1	1.407,5	1.010,8	1.737,8
Otros	30,5	61,0	79,1	112,9	382,3	308,4
Total	1.551,6	2.107,2	1.994,3	1.520,4	1.393,7	2.046,9
Salidas						
Sueldos y gastos	54,2	67,3	82,0	84,7	83,1	70,7
Remesas a la Caja	603,7	731,7	237,5	188,2	683,8	718,0
Otros	30,9	917,1	1.674,8	1.246,9	626,0	1.252,6
Total	688,8	1.716,1	1.994,3	1.519,8	1.392,9	2.042,1

Fuentes: Aduana de Buenos Aires, libro mayor, 1810-1821, AGNBA, III-38-2-1, 8, 11 y 15; 38-3-3, 9, 13 y 17; 38-4-2, 6, 9 y 12.

Tabla 3: Buenos Aires: Aduana y Caja, ingresos y gastos, 1810-1821
(en miles de pesos de 8 reales)

Año	Ingresos	Gastos	Saldo
1810	2.491,1	3.035,7	- 544,6
1811	2.839,1	3.285,9	- 446,8
1812	2.833,4	3.096,3	- 262,9
1813	2.553,0	2.592,8	- 39,8
1814	3.267,4	3.297,4	- 30,2
1815	2.353,8	2.425,9	- 72,1
1816	2.132,4	2.125,6	6,8
1817	2.368,5	2.368,8	- 0,3
1818	2.767,0	2.921,6	- 154,6
1819	2.164,3	2.279,4	- 115,1
1820	1.487,5	1.490,5	- 2,9
1821	2.654,4	3.286,4	- 632,0
Total	29.911,9	32.206,3	- 2.294,4

Fuentes: Ver Tablas 1 y 2.

Tabla 4: Buenos Aires: ingresos, 1822-1851 (en pesos corrientes)

Año	Entrada marítima	Salida marítima	Entrada terrestre	Puerto	Papel sellado	Contribución directa	Otros	Total
1822	1.645.815	177.121	30.533	33.102	75.057	23.210	234.285	2.219.123
1823	1.731.713	181.527	8.893	44.708	106.086	36.714	264.767	2.374.408
1824	1.943.498	169.825	12.976	46.349	103.842	20.232	387.151	2.683.873
1825	2.091.143	153.713	22.971	43.564	135.065	74.540	247.805	2.768.801
1826	561.410	40.007	50.868	7.174	144.834	104.560	273.658	1.182.511
1827	1.599.900	47.516	44.083	7.307	149.671	119.733	1.036.669	3.004.879
1828	2.091.751	117.733	26.157	15.163	150.799	119.579	841.850	3.363.032
1829	5.997.311	433.211	39.714	58.325	186.373	229.343	971.302	7.915.579
1830	7.755.284	1.310.370	65.717	131.749	388.210	337.788	2.066.131	12.055.249
1831	5.074.561	987.375	89.090	103.426	387.635	289.100	2.058.047	8.389.234
1832	6.007.681	1.190.036	142.370	99.310	454.029	316.249	2.447.687	10.657.362
1833	8.613.065	974.421	74.437	130.001	403.445	383.209	2.319.416	12.897.994
1834	7.865.621	973.470	48.624	100.738	409.681	385.098	2.247.228	12.030.460
1835	9.031.416	872.285	178.493	101.330	412.379	200.252	836.491	11.632.646
1836	8.629.186	1.063.592	-	88.670	477.666	298.088	561.438	11.118.640
1837	8.032.523	1.063.282	-	100.863	498.888	82.820	353.951	10.132.327
1838	4.028.464	561.240	-	58.850	820.823	773.395	840.777	7.083.549
1839	2.215.280	39.872	52.726	4.970	891.400	435.162	550.272	4.189.682
1840	5.349.731	98.672	132.712	51.869	1.036.000	863.620	327.701	7.860.305
1841	32.890.409	3.276.272	738.867	247.292	967.042	727.978	458.586	39.306.446
1842	29.255.614	1.983.030	653.039	174.813	968.100	452.961	643.249	34.130.806
1843	29.946.643	2.948.217	746.860	216.129	986.200	1.454.009	537.846	36.835.904
1844	26.317.639	2.700.976	625.878	232.874	1.079.700	981.059	600.960	32.539.086
1845	24.693.497	2.813.456	544.753	364.485	1.542.400	893.730	610.699	31.463.020
1846	5.429.166	588.850	152.327	121.213	1.074.200	815.411	538.819	8.719.986
1847	12.745.437	2.152.899	383.478	127.561	1.298.202	780.564	493.495	17.981.636
1848	25.871.085	2.552.915	711.610	395.037	1.420.190	614.948	493.981	32.059.766
1849	42.364.359	4.980.061	1.020.267	680.272	1.665.350	798.545	360.043	51.868.897
1850	53.389.952	3.971.969	1.246.210	597.361	1.782.780	695.685	543.850	62.227.807
1851	38.195.354	4.064.163	862.893	544.691	1.791.650	679.093	560.996	46.698.840

Fuentes: Registro Oficial (Buenos Aires, 1822-1851) y AGNBA, Sala III, 39-5-20, 40-1-4, 40-1-7, 40-1-9, 40-1-11, 40-2-4, 40-2-6, 40-2-8 y 40-5-2.

Tabla 5: Buenos Aires: ingresos, 1822-1851 (en porcentajes de total)

Año	Entrada marítima	Salida marítima	Entrada terrestre	Puerto	Papel sellado	Contribución directa	Otros	Total
1822	74,2	8,0	1,4	1,5	3,4	1,0	10,6	100,0
1823	72,9	7,6	0,4	1,9	4,5	1,5	11,2	100,0
1824	72,4	6,3	0,5	1,7	3,9	0,8	14,4	100,0
1825	75,5	5,6	0,8	1,6	4,9	2,7	8,9	100,0
1826	47,5	3,4	4,3	0,6	12,2	8,8	23,1	100,0
1827	53,2	1,6	1,5	0,2	5,0	4,0	34,5	100,0
1828	62,2	3,5	0,8	0,5	4,5	3,6	25,0	100,0
1829	75,8	5,5	0,5	0,7	2,4	2,9	12,3	100,0
1830	64,3	10,9	0,5	1,1	3,2	2,8	17,1	100,0
1831	56,5	11,0	1,0	1,2	4,3	3,2	22,9	100,0
1832	56,4	11,2	1,3	0,9	4,3	3,0	23,0	100,0
1833	66,8	7,6	0,6	1,0	3,1	3,0	18,0	100,0
1834	65,4	8,1	0,4	0,8	3,4	3,2	18,7	100,0
1835	77,6	7,5	1,5	0,9	3,5	1,7	7,2	100,0
1836	77,6	9,6	-	0,8	4,3	2,7	5,0	100,0
1837	79,3	10,5	-	1,0	4,9	0,8	3,5	100,0
1838	56,9	7,9	-	0,8	11,6	10,9	11,9	100,0
1839	52,9	1,0	1,3	0,1	21,3	10,4	13,1	100,0
1840	68,1	1,3	1,7	0,7	13,2	11,0	4,2	100,0
1841	83,7	8,3	1,9	0,6	2,5	1,9	1,2	100,0
1842	85,7	5,8	1,9	0,5	2,8	1,3	1,9	100,0
1843	81,3	8,0	2,0	0,6	2,7	3,9	1,5	100,0
1844	80,9	8,3	1,9	0,7	3,3	3,0	1,8	100,0
1845	78,5	8,9	1,7	1,2	4,9	2,8	1,9	100,0
1846	62,3	6,8	1,7	1,4	12,3	9,4	6,2	100,0
1847	70,9	12,0	2,1	0,7	7,2	4,3	2,7	100,0
1848	80,7	8,0	2,2	1,2	4,4	1,9	1,5	100,0
1849	81,7	9,6	2,0	1,3	3,2	1,5	0,7	100,0
1850	85,8	6,4	2,0	1,0	2,9	1,1	0,9	100,0
1851	81,8	8,7	1,8	1,2	3,8	1,5	1,2	100,0
Promedio	71,0	7,3	1,3	0,9	5,6	3,7	10,2	100,0

Fuentes: Ver Tabla 4.

Tabla 6: Buenos Aires: gastos, 1822-1851 (en pesos corrientes)

Año	Gobierno ¹	RR.EE. ²	Guerra	Hacienda			Total
				Gastos generales	Deuda a largo plazo	Deuda a corto plazo	
1822	416.140	--	843.935	264.187	326.890	316.901	907.978
1823	632.504	--	780.183	212.788	239.737	322.587	775.112
1824	676.828	--	1.101.875	230.938	547.107	54.668	832.713
1825	733.112	--	941.144	277.290	775.609	111.933	1.164.832
1826	1.092.260	92.441	5.069.695	459.907	988.167	260.934	1.709.008
1827	1.401.358	184.399	5.368.985	288.388	1.132.676	750.185	2.171.249
1828	1.278.185	130.426	5.209.155	364.374	886.149	1.439.067	2.689.590
1829	1.255.749	61.763	6.133.095	376.991	885.199	1.040.005	2.302.195
1830	1.842.983	299.381	5.317.990	599.361	885.199	1.331.424	2.815.984
1831	1.610.203	93.040	8.016.886	575.629	946.449	2.018.934	3.541.012
1832	1.945.674	171.675	7.089.811	399.624	1.232.341	986.876	2.618.841
1833	1.980.129	162.145	7.878.694	772.167	1.305.199	804.974	2.882.340
1834	2.771.180	228.192	9.220.637	1.099.125	1.462.699	1.716.517	4.278.341
1835	2.097.797	155.422	6.107.902	976.215	1.865.199	792.750	3.634.164
1836	1.709.869	184.281	4.181.757	2.971.909	1.865.199	4.360.254	9.197.362
1837	1.546.358	366.221	5.880.527	1.445.798	2.416.032	4.004.981	7.866.811
1838	903.482	344.335	5.106.109	991.818	2.930.198	3.291.678	7.213.694
1839	1.325.128	1.078.259	11.093.851	1.140.931	2.897.698	7.457.388	11.496.017
1840	1.472.817	1.398.950	23.868.365	1.607.514	3.055.198	1.599.544	6.262.256
1841	2.089.982	1.001.694	29.722.031	1.381.610	3.755.198	3.817.018	8.953.826
1842	1.770.620	865.141	23.028.541	1.889.837	3.755.198	5.227.418	10.872.453
1843	2.075.661	1.178.294	18.657.070	2.584.694	3.755.198	7.197.702	13.519.594
1844	2.479.352	1.104.273	21.318.764	2.637.896	3.755.198	3.749.869	10.142.963
1845	2.111.058	1.300.061	18.542.165	1.895.597	3.755.198	5.289.829	10.940.624
1846	2.205.225	1.844.728	15.944.043	1.967.083	3.755.199	6.087.763	11.810.045
1847	2.839.524	1.776.006	22.639.472	2.114.584	3.755.200	5.950.991	11.820.775
1848	2.513.225	1.776.121	20.998.356	2.218.938	3.755.200	6.455.093	12.429.231
1849	4.099.932	1.611.221	28.200.715	2.287.376	3.755.200	8.477.709	14.520.285
1850	5.912.161	1.273.949	27.941.305	4.719.322	3.755.200	12.444.201	20.918.723
1851	2.434.833	1.238.817	55.061.586	6.422.872	3.755.200	7.834.386	18.012.459

1 Gobierno: Gobierno, Justicia y Junta de Representantes.

2 RR.EE.: Relaciones Exteriores.

Fuentes: Registro Oficial (Buenos Aires, 1822-1851) y AGNBA, Sala III, 38-4-25, 38-5-2, 38-5-6, 38-5-9, 38-5-14, 38-5-17, 38-5-20, 38-5-23, 39-1-9, 39-1-14 y 39-2-21.

Tabla 7: Buenos Aires: gastos, 1822-1851 (en porcentajes del total)

Año	Gobierno ¹	R.R.EE. ²	Guerra	Hacienda			Total
				Gastos generales	Deuda a largo plazo	Deuda a corto plazo	
1822	19,2	-	38,9	12,2	15,1	14,6	41,9
1823	28,9	-	35,7	9,7	11,0	14,7	35,4
1824	25,9	-	42,2	8,8	21,0	2,1	31,9
1825	25,8	-	33,1	9,8	27,3	3,9	41,0
1826	13,7	1,2	63,7	5,8	12,4	3,3	21,5
1827	15,4	2,0	58,8	3,2	12,4	8,2	23,8
1828	13,7	1,4	56,0	3,9	9,5	15,5	28,9
1829	12,9	0,6	62,9	3,9	9,1	10,7	23,6
1830	17,9	2,9	51,7	5,8	8,6	13,0	27,4
1831	12,1	0,7	60,5	4,3	7,1	15,2	26,7
1832	16,5	1,5	60,0	3,4	10,4	8,3	22,1
1833	15,3	1,3	61,1	6,0	10,1	6,2	22,3
1834	16,8	1,4	55,9	6,7	8,9	10,4	25,9
1835	17,5	1,3	50,9	8,1	15,5	6,6	30,3
1836	11,2	1,0	27,4	19,5	12,2	28,6	60,3
1837	9,9	2,3	37,6	9,2	15,4	25,6	50,2
1838	6,7	2,6	37,8	6,8	21,7	24,4	52,9
1839	5,3	4,3	44,4	4,6	11,6	29,8	46,0
1840	4,5	4,2	72,3	4,9	9,3	4,8	19,0
1841	5,0	2,4	71,2	3,3	9,0	9,1	21,4
1842	4,8	2,4	63,0	5,2	10,3	14,3	29,8
1843	5,9	3,3	52,6	7,3	10,6	20,3	38,2
1844	7,1	3,2	60,8	7,5	10,7	10,7	28,9
1845	6,4	4,0	56,4	5,8	11,4	16,1	33,3
1846	6,9	5,8	50,1	6,2	11,8	19,1	37,1
1847	7,3	4,5	57,9	5,4	9,6	15,2	30,3
1848	6,7	4,7	55,7	5,9	10,0	17,1	33,0
1849	8,5	3,3	58,2	4,7	7,8	17,5	30,0
1850	10,5	2,3	49,9	8,4	6,7	22,2	37,3
1851	3,2	1,6	71,7	8,4	4,9	10,2	23,5
Promedio	12,0	2,2	53,3	6,8	11,7	13,9	32,5
							100,0

1 Gobierno: Gobierno, Justicia y Junta de Representantes.

2 R.R.EE.: Relaciones Exteriores.

Fuentes: Ver Tabla 6.

Roberto Cortés Conde

La deuda pública externa argentina, 1880-1906

1. La evolución de la deuda externa argentina en la década de los 80 y sus consecuencias

Parece ser algo generalmente aceptado que el progreso alcanzado por la Argentina en la década de 1880 se debió en una medida importante, al ingreso de un volumen muy grande de capitales públicos y privados. Pero esto también había producido un enorme endeudamiento. El peso de los pagos de los servicios e intereses de esa deuda habría sido la principal causa – según la mayor parte de los autores, entre otros, Williams (1920) y Ford (1962) – de la crisis de pagos, financiera y bancaria de 1890, cuando se detuvo la entrada de esos fondos. En otro trabajo (Cortés Conde 1989) hemos rebatido esa tesis; aunque aclaramos que el problema de los pagos no fue insignificante, mostramos que fueron otras sus causas. Las atribuimos a la reacción del público que, asustado ante el desorden monetario y fiscal (que empezó con la inconvertibilidad de 1885 y culminó con la ley de Bancos Garantidos de 1887), retiró sus depósitos de los bancos y buscó refugio en el atesoramiento de oro. Ello provocó las corridas que condujeron al estallido de la crisis. En este trabajo queremos mostrar cómo estuvo compuesta la deuda externa y qué efectos tuvieron sus pagos sobre las finanzas públicas y en el balance de pagos. Debemos advertir que sólo nos ocuparemos de la deuda pública y no la privada ya que esta última no afecta al fisco, que no está obligado a res-

ponder por ella. Por otra parte en un país sin control de cambios, los créditos de los no residentes sobre activos en el país (que aparecen en el pasivo del balance de pagos) pueden tener distintos grados de exigibilidad y realizarse de diferentes maneras y no necesariamente presionar sobre el mercado de cambios, situación que es distinta cuando se trata de obligaciones con interés y plazos fijos (más aún si son públicas). Basados en el registro de las emisiones nacionales llegamos a la conclusión que en la década de 1880, contra lo que generalmente se ha creído, no fueron éstas las que contribuyeron en mayor medida al fuerte aumento de la deuda que se advierte después de 1890. En realidad en la segunda mitad de la década sólo se concretaron dos préstamos aunque importantes, el de Obras Públicas (46 millones de pesos de oro) y el del Ferrocarril del Norte (por 13 m \$ oro y 19 m \$ oro). Este incremento no alcanzó la magnitud que tuvo el de la deuda externa provincial, que fue luego asumida por la nación, ni el sonado caso del crédito para Obras Sanitarias tomado en 1891 como parte del arreglo con el comité de acreedores (Comité Rothschild).

2. Composición de la deuda externa nacional

Hasta 1880 la deuda externa nacional consistía en cuatro créditos: el empréstito Baring de 1824 por 1 millón de libras esterlinas (m £), el de 1857 de refinanciamiento, conocido como el de diferidos por 1,1 m £, el de Baring para la guerra del Paraguay por 2,5 m £ y el de Obras Públicas de 1870 por 6 m £. Deducidas las amortizaciones quedaban, entonces, unos 33 m \$ oro. Entre 1880 y 1890 la deuda subió de 33 m \$ oro a 128 m \$ oro. En 1885 había alcanzado los 71,1 m \$ oro. En realidad el aumento refleja el hecho de que la nación se hizo cargo de obligaciones de la Provincia de Buenos Aires. Los créditos nuevos fueron para el Banco Nacional, ferrocarriles y obras del Riachuelo. En el segundo quinquenio se realizaron tres importantes operaciones: las conversiones de 1888 y la de los Hard Dol-

lars, el empréstito de 1886 por 40 m \$ oro y los del Ferrocarril del Norte. Las obras públicas (de salubridad y las del Riachuelo de 1882 y 1883, convertidas en 1888), los ferrocarriles de 1883 y el Ferrocarril del Norte fueron en la década los rubros más importantes a los que se aplicaron los créditos. Los de obras públicas y ferrocarriles alcanzaron más de 100 m \$ oro, la conversión de los Fondos de 1863 (Hard Dollars) fue por 13,4 m \$ oro. La evolución de la deuda pública externa durante la década se presenta en el Cuadro 1.

3. La deuda externa provincial

Sin embargo, sería tener una visión parcial del fenómeno si lo limitamos al análisis de la deuda pública nacional. En la década de 1880 la mayor parte de las provincias argentinas emitieron deuda en el exterior por valores muy elevados. ¿Con qué propósitos? ¿Cuáles fueron sus consecuencias?

Se advierte en el Cuadro 2 que las obligaciones de las provincias tuvieron objetivos distintos: en el primer quinquenio de 1880 se utilizaron para financiar ferrocarriles, puertos y deudas anteriores de los gobiernos. En cambio en el segundo consistieron casi exclusivamente en préstamos para fundar bancos (más de 70 m \$ oro). Con esos fondos pudieron acogerse al recientemente instaurado – en 1887 – régimen de los Bancos Nacionales Garantidos.

4. Los Bancos Nacionales Garantidos. Las finanzas de las provincias y de la nación

En un régimen federal como el argentino, sólo el gobierno nacional tiene la facultad de emitir dinero. Los gobiernos provinciales no pueden recurrir a la emisión para financiar sus déficit. Pero, hoy como ayer, la tentación por resolver con ella las deficiencias del presupuesto era demasiado grande y los go-

biernos provinciales, siempre excedidos en gastos y con pocas posibilidades de recabar nuevos impuestos, buscaron esa salida por medio de los bancos de emisión. Pero, en 1880 todavía no existía moneda papel como una obligación de la nación. Los billetes de los bancos de emisión eran pasivos suyos. No había monopolio, pero tampoco el negocio de la emisión era libre. El gobierno había autorizado a cuatro bancos nacionales, provinciales, y privados a emitir. Por muchos años – hasta 1872 en que se fundó el Banco Nacional – el gobierno de Buenos Aires tuvo, en el territorio de la provincia que incluía lo que luego sería la capital de la nación, ese monopolio para su Banco y lo usó frecuentemente para obtener recursos financieros. Los gobiernos de las provincias del Interior forzados a una disciplina fiscal mayor o a usar recursos más burdos (la confiscación) trataron también de contar con un instrumento que les permitiera pagar su cuentas emitiendo dinero. Aunque esto nunca estuvo explícito fue, sin duda, uno de los objetivos de la ley de Bancos Garantidos.

El sistema consistió en autorizar a toda compañía, que tuviera un capital de 250 mil pesos y depositara en la Tesorería Nacional un importe de oro equivalente al de la emisión, a constituir bancos con la garantía de títulos nacionales que se comprarían con ese oro. La Tesorería proveería los billetes por un monto equivalente y los bancos los harían circular entre sus clientes en pago de créditos u otras obligaciones. La ley establecía que después de dos años sólo podrían circular sus billetes y que se debían reemplazar los existentes por los nuevos. Para fundar los bancos la mayor parte de los gobiernos de provincia emitieron deuda en el exterior, obteniendo alrededor de unos 70 m \$ oro que cambiaron por bonos del gobierno y a su vez por billetes. Ello más adelante provocó graves problemas, ya que la deuda externa provincial se contrató ofreciendo como garantía los Títulos de la Deuda Interna Nacional, comprados con ese oro.

El negocio de los bancos no podía ser mejor, puesto que con la deuda emitida compraban los bonos nacionales y con los intere-

ses de estos pagaban los de su deuda externa. Aunque existía una diferencia en las tasas, estaba compensada porque los bancos podían dar créditos, por los que cobraban interés, pagándolos con emisión de deuda (las notas) por las que no lo pagaban. Todo marcharía sin tropiezos siempre que el Estado nacional pagara puntualmente a los tenedores de la deuda interna para que estos pudieran hacer lo mismo.

Como resultado de esas operaciones aumentó la deuda provincial en más de 90 m \$ oro en sólo dos años, la deuda interna nacional en más de 150 m \$ oro y se produjo una descomunal emisión.

En un clima de generalizada desconfianza creado por las desacertadas medidas fiscales y monetarias del gobierno, el público trató de preservar sus activos monetarios y cambió sus incrementadas tenencias en billetes por el oro que le vendió el gobierno cuando intervino en el mercado de cambios para evitar la depreciación de la moneda papel (por sus efectos negativos sobre la recaudación). Esta fue la causa principal, la huida de capitales, que desató la crisis.

5. La salida de la crisis. Los arreglos con los acreedores externos (comité del Banco de Inglaterra o comité Rothschild)

Las circunstancias que tienen que ver con la deuda externa, que condujeron a la crisis de 1890, fueron analizadas en diferentes trabajos (Terry 1893; Hansen 1916; Williams 1920; Prebisch 1921; Ford 1962) y más recientemente por este autor (Cortés Conde 1989). Por ello excluimos la discusión de la crisis y, en cambio, nos detendremos en analizar como evolucionó la deuda externa en la década posterior a la crisis y como se llegó a una solución respecto a sus pagos.

a. El "Funding Loan"

En octubre de 1890, una ley autorizó la emisión de un empréstito (llamado moratorio) por 20 m \$ oro al 5 % de interés y 1 % de amortización. Las sumas que se recibirían serían afectadas al pago de obligaciones vencidas o a vencer del gobierno nacional. En septiembre se había nombrado comisionado del gobierno al Dr. Plaza. En noviembre cuando se produjo la crisis del Banco Baring, sus gestiones se interrumpieron. Continuaron luego con el comité del Banco de Inglaterra o comité Rothschild (por el nombre de su presidente, conocido también en Londres como "comité argentino", Bank of England Argentine Committee). Se estimó que la suma solicitada por Argentina era insuficiente y se la estableció en 75 m \$ oro (15 m £). Se llegó a un acuerdo entre el gobierno nacional y la Casa J. P. Morgan por la que está emitiría un bono (Bono Morgan) para pagar las obligaciones que aquél tuviera por deudas emitidas o garantías acordadas. La emisión sería hecha a medida que se produjeran los vencimientos y a pedido del gobierno, que a su vez entregaba un Bono general a la Banca Morgan al 6 % de interés y 1 % de amortización, garantizado por los derechos de aduana. Sus cupones servirían para abonar esos derechos. Con el Bono de Consolidación (o Bono Morgan) la deuda externa entre 1891 y 1893 aumentó en unas 6 m £. Desde 1893, con el arreglo Romero, no se emitieron nuevos títulos por ese concepto.

Como parte del arreglo la Argentina volvió a tomar a su cargo las Obras Sanitarias, que en 1888 había arrendado a una compañía británica cuyos intentos por obtener financiamiento en el mercado habían fracasado, lo que fue uno de los antecedentes de las dificultades de la Casa Baring. Para abonar a la empresa las sumas adelantadas por el arrendamiento (14 m \$ oro) y las que se debían pagar por las obras tomó un nuevo crédito por 31,88 m \$ oro, lo que llevó la deuda total en 1892 a la suma de 198 m \$ oro, bastante mayor que la que existía a fines de 1889.

El comité de acreedores excluyó del acuerdo a las deudas provinciales, municipales y las cédulas hipotecarias. Los representantes de los bancos alemanes y franceses se retiraron del comité por no estar de acuerdo en conceder un plazo de espera mayor de 6 meses. Los bancos alemanes quisieron también que en las negociaciones se incluyera el tema de las cédulas hipotecarias. El préstamo de Obras Públicas de 1886-87, avalado por los derechos de aduana, tampoco formó parte del paquete negociado ya que tenía una garantía especial. Por esa misma razón sus servicios se continuaron pagando regularmente.

b. El arreglo Romero

Pasados los momentos más difíciles, el gobierno fue consciente de que el alivio logrado tenía como contrapartida un fuerte endeudamiento. Para llegar a una solución menos precaria decidió, en 1893, abonar una parte sustancial de los intereses, que hasta entonces hacía con los Bonos Morgan. Para ello se dirigió al comité de acreedores en Londres proponiendo un pago por concepto de intereses de 1,5 millones de libras que éste distribuiría. La suma total que el gobierno debía pagar por intereses y amortizaciones llegaba a 11,2 m \$ oro es decir 2,2 m £. El programa establecía que entre julio de 1892 y julio de 1898 pagaría 7,9 m \$ oro y desde entonces y hasta 1901 la suma de 11,2 m \$ oro, abonando desde 1901 el total de los servicios y amortizaciones. Superando iniciales resistencias de la casa Morgan, se llegó finalmente a un acuerdo que permitió un ordenado y viable plan de pagos que fue cumplido estrictamente. Mas aún los pagos totales se adelantaron a la fecha inicialmente comprometida.

c. Las deudas provinciales (el arreglo Terry), 1896

Las deudas externas de las provincias no formaron parte del paquete negociado con el comité del Banco de Inglaterra. Hubo, sin embargo, presión de algunos bancos por incluirlas, ya que

las provincias habían dado como garantía los Bonos de la Deuda Interna Nacional. Esto chocó con la oposición del grupo mayoritario del comité Rothschild y de los representantes argentinos que se oponían a externalizar una deuda interna. De todos modos, desde que el gobierno nacional dejó de pagar los servicios en oro de los bonos del 4 ½ % para los Bancos Garantidos, decidió asumir las obligaciones externas de las provincias, lo que llevó a una serie de gestiones paralelas con los acreedores que concluyeron en 1896.

Cuando se llegó al arreglo Terry (llamado así por el ministro de Hacienda bajo cuya gestión culminaron las gestiones) las deudas provinciales alcanzaban a 151,8 m \$ oro.

Por ley 3378 y para cancelar esas obligaciones, el gobierno nacional entregó títulos nacionales al 4 ½ % de interés y ½ % de amortización por 86 m \$ oro.

Decía la Memoria de Hacienda (*Memoria de Hacienda, Argentina* 1899): "El interés y amortización anual de estos títulos suma \$ 3.869.977,49". La nación adquirió en virtud de esos arreglos, los títulos de los Bancos Garantidos por 45,9 m \$ oro.

La nación había recibido, en pago de los títulos de 4 ½ %, unos 72,4 m \$ oro.

De hecho los Fondos Públicos Nacionales (Bancos Garantidos) debían haber sido vendidos para rescatar las emisiones de billetes. Pero el gobierno tomó a su cargo la emisión que era una obligación de los bancos con el público. Al hacerlo éstos debían haberle devuelto los Fondos. No existía una razón para que el gobierno sustituyera también a las provincias en sus deudas externas, ya que la obligación que emergía de los títulos, había sido cancelada al hacerse cargo de la emisión. Los bancos provinciales habían pagado a sus clientes con una emisión que pasaba a ser obligación de la nación y a la vez las obligaciones externas de las provincias, titulares de esos bancos, también pasaban a la nación.

6. El saldo de la deuda total de la nación a fines de la década de los 90

En 1880 la deuda externa total alcanzaba 33 m \$ oro, las exportaciones 71 m \$ oro y las importaciones 74 m \$ oro (damos el dato de las exportaciones para poder comparar la magnitud de la deuda). En 1892, tras el acuerdo con el comité del Banco de Inglaterra, subió a 193,7 m \$ oro (exportaciones 87 m \$ oro), en 1893, tras el arreglo Romero, llegó a 220,6 (90 m \$ oro de exportaciones). En 1896, tras el arreglo Terry, se agregaron 86 m \$ oro de la cancelación de deudas provinciales por 151,8 m \$ oro. El monto total de la deuda externa nacional superaba hacia fines de la década de 1890 los 300 m \$ oro. Es decir, había aumentado en casi diez veces desde 1880.

7. El peso fiscal de la deuda. Los pagos de la deuda, el mercado de cambios y la balanza comercial

En una parte no insignificante los préstamos de la década del 80 importaron un alivio para el fisco ya que, salvo muy pocos años, existieron hasta 1890 flujos de fondos netos positivos hacia el país (es decir, entradas de nuevos préstamos menos las salidas por pagos de intereses y amortización). De todos modos, las obligaciones fueron de magnitudes importantes como se ve en las Cuentas de Inversión del Presupuesto que muestran partidas que oscilan entre los 11 m \$ oro y 16 m \$ oro por año. Cuando se interrumpió la entrada de préstamos, la situación se volvió extremadamente delicada. Gracias al acuerdo alcanzado en 1891, los montos que se pagaron ese año y el siguiente (9,9 m \$ oro y 6,2 m \$ oro), aunque importantes, fueron menores en relación a los que el fisco debió hacer después (15 m \$ oro a partir de 1893, 13,1 m \$ oro en el 94). Esto obligó a un esfuerzo fiscal tremendo, ya que las rentas empezaron a recuperarse recién en 1893, aunque no llegaron a superar los niveles del último quinquenio de

los ochenta. La reducción de gastos, demorada por las obras en ejecución en los años 91 y 92, el Puerto de Buenos Aires y las Obras Sanitarias, fue drástica. De 55 m \$ oro en 1888 y 64 m \$ oro en 1889 bajaron a 33 m \$ oro en el 91, 37 m \$ oro en el 92, y 28 m \$ oro en el 94. El promedio de gastos del primer quinquenio de los 90 en relación al último de los 80 fue, en oro, un 37 % menor.

Esto sucedía en el terreno fiscal. En cuanto a lo que significaron los montos pagados por la deuda en relación a los ingresos de divisas por exportaciones vemos que, en 1884 fueron un 17 % de éstas, en 1886 un 27 %, en 1889 un 38 %, en 1893 un 28 %, en 1894 un 24 %, pero en 1897 un 12 %. Esto no se debió, hasta entonces, a una mejora en los precios internacionales para los productos agropecuarios que estuvieron en baja hasta 1895, sino a un substancial aumento de los volúmenes exportados. Se pudo contar así con mayores excedentes comerciales, acumulando créditos sobre el exterior que aliviaron la presión sobre el mercado de cambios.

8. La conversión de 1905

En 1899 se volvió al patrón oro. Junto al fuerte aumento de las exportaciones, el comportamiento del gobierno en los años siguientes a la crisis creó un clima de confianza en la capacidad de pagos del país. Tras varios años, en los que aumentaron en magnitudes considerables las reservas de oro en la Caja de Conversión, el gobierno decidió negociar la conversión de las deudas de los 90.

La ley 4600 de 1905 aprobó la operación de conversión de los títulos emitidos por la ley 2770 de 1891, conocidos como Bonos Morgan de 6 % de interés y 1 % de amortización por otros al 4 ½ % de interés y ½ % de amortización o títulos de deuda interna de 5 % de interés y 1 % de amortización. Por la misma ley también se autorizaba al gobierno a la cancelación y/o retiro

de los restantes títulos de la deuda externa, los que serían convertidos en títulos de deuda externa al 4 % de interés y $\frac{1}{2}$ % de amortización. La fuerte posición financiera del gobierno argentino en el marco del clima de confianza que se había logrado permitieron que la operación de conversión - que importaba una reducción de las tasas de interés - terminara con éxito. Concluyeron así los arreglos que pusieron punto final al problema de la deuda externa argentina.

Cuadro I: Deuda externa argentina (en millones de pesos de oro)

Empréstito	Año	1880	1881	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	1890
Empréstitos ingleses	1824	5,7	5,3	5,0		4,4	4,0	3,5	3,5	2,6	2,1	1,6
Empréstitos ingleses	1868	6,8	6,2	5,7		4,2	3,4	2,5	2,5	0,6	0,0	
Empréstitos ingleses	1871	20,5	19,2	17,6		15,2	13,4	11,6	10,6	7,5	0,0	
Empréstitos ingleses BSAS	1871		4,3	4,3		4,1	4,0	3,9	3,9	3,6	0,0	
Empréstitos ingleses BSAS	1873		9,0	9,2		8,8	8,6	8,4	8,3	8,0	0,0	
Empréstitos a los FFCC			11,9*	12,2		11,9	11,7	11,5	11,6	11,2	2,9	2,4
Bonos tesorería				4,1*		3,9	3,8	3,7	3,7	3,5	0,0	
Fondos públicos	12.10.82				8,4*	8,4	8,3	8,2	8,2	8,0	7,9	7,8
Empréstito Sal. Riachuelo	1884					4,0*	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Empréstito Obras Públicas	21.10.85					10,0*	9,9	20,2*	20,2	40,7	40,2	39,6
Empréstito Obras Públicas	21.10.85							20,2*	21,4*			
Bonos tesorería	1887								1,0	3,1	3,1	3,0
Bonos tesorería	1887								2,1*			
Conv. Emp. 6 %										26,7	26,7	26,1
Conv. Hard Dollars										13,4	13,4	13,1
Empréstito FC Norte										19,8*	19,8*	19,6
Empréstito FC Norte												14,9*
Funding loan												
Puerto Madero	1882											
D. Salubridad	1891											
B. Nac. (Aleman)	1887											
D. Int. (Londres)	1888											
Subtotal		33,0	44,0	54,0	0,0	60,9	71,1	53,3	73,5	88,8	96,3	113,2
Subtotal deuda nueva (*)		0,0	11,9	4,1	8,4	14,0	0,0	20,2	23,5	0,0	19,8	14,9
Total		33,0	55,9	58,1	8,4	74,9	71,1	73,5	97,0	88,8	116,1	128,1

Cuadro I (Cont.)

Empréstitos	Año	31.12.91		31.12.93		A. Romero	
		m £	m \$ oro	m £	m \$ oro	m £	m \$ oro
Empréstitos ingleses	1824	0,3					
Empréstitos ingleses	1868				1,10		0,11
Empréstitos ingleses	1871						
Empréstitos ingleses BSAS	1871						
Empréstitos ingleses BSAS	1873						
Empréstitos a los FFCC		0,5			2,12		0,37
Bonos tesorería							
Fondos públicos	12.10.82	1,5			7,52		1,47
Empréstito Sal. Riachuelo	1884						
Empréstito Obras Públicas	21.10.85	7,9			38,67		7,58
Empréstito Obras Públicas	21.10.85						
Bonos tesorería	1887	0,6			2,97		0,59
Bonos tesorería	1887						
Conv. Emp. 6 %		5,2			25,55		5,03
Conv. Hard Dollars		2,6			12,55		2,42
Empréstito FC Norte		6,8			33,93		6,63
Empréstito FC Norte							
Funding loan					31,72		6,50
Puerto Madero	1882				5,68		1,39
D. Salubridad	1891				31,88		6,29
B. Nac. (Aleman)	1887						1,89
D. Int. (Londres)	1888						3,67
Subtotal		25,4	127,7		193,67		43,94
Subtotal deuda nueva (*)					38,58		220,56
Total		25,4	127,7		193,67		43,94

Nota: Mediante el símbolo * se señala la deuda nueva; "m" significa millones.
Fuente: *Memoria de Hacienda, Argentina (1880-1893)*.

Cuadro 2: Deuda externa provincial, 1881-1889 (en m \$ oro)

Año, Provincia	1881	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	Total
BS. AS.										
6.7.81	18,177									
6.8.83			10,113							
24.4.85				12,645						40,935
CORDOBA										
83-84 O. Púb.			3,171							
87 Banco							6,377			
88 Banco								10,826		20,374
SANTA FE										
84 FC				5,440						
86 FC						11,043				
88 FC								14,994		
83 Banco Pcia.		6,367								
88 Banco Pcia.							9,878			
88 Rosario								8,559		56,281
ENTRE RIOS										
86 O. Púb.						3,905				
87 Banco							5,922			9,827
MENDOZA										
88 Banco								4,896		4,896
SALTA										
88 Banco								5,000		5,000
SAN LUIS										
88 Banco								0,734		0,734
CATAMARCA										
88 Banco								2,960		2,960
TUCUMAN										
88 Banco								2,962		2,962
SAN JUAN										
88 Banco								1,975		1,975
LA RIOJA										
88 Banco								4,000		4,000
CORRIENTES										
88 Banco								4,963		4,963
Total	18,177	18,177	37,828	55,913	55,912	70,861	83,160	154,907	154,907	154,907
Total bancos										69,052
Nuev. cred.	18,177		19,651	18,085	-	14,948	12,299	71,747	-	154,907

Fuente: Elaboración propia sobre datos de la *Memoria de Hacienda, Argentina* (1900).

Cuadro 3: Deudas externas de las provincias (en m \$ oro)

Buenos Aires	57,3
Córdoba	29,0
Entre Ríos	24,0
Santa Fe	24,3
Corrientes	7,3
Tucumán	3,0
San Luis	1,1
San Juan	2,3
Catamarca	3,5
Total	151,8

Fuente: Memoria de Hacienda, Argentina (1899).

*Cuadro 4: Títulos Nacionales de los Bancos Garantidos
(en m \$ oro)*

Buenos Aires	34,0
Córdoba	11,0
Entre Ríos	14,3
Santa Fe	15,3
Corrientes	3,3
Tucumán	3,3
San Luis	0,7
San Juan	1,7
Catamarca	2,4
Total	86,0

Fuente: Memoria de Hacienda, Argentina (1899).

Cuadro 5: Títulos rescatados (en m \$ oro)

Catamarca	2,4
San Juan	1,7
San Luis	0,6
Tucumán	3,3
Corrientes	3,2
Entre Ríos	7,0
Santa Fe (con intereses)	15,3
Córdoba (con intereses)	12,4
Total	151,8

Fuente: Memoria de Hacienda, Argentina (1899).

Cuadro 6: Oro de la venta de títulos (en m \$ oro)

Banco de la Provincia de Buenos Aires	28,0
Banco de la Provincia de Santa Fe	9,2
Banco de la Provincia de Córdoba	7,3
Banco de la Provincia de Entre Ríos	6,0
Banco de la Provincia de Salta	3,8
Banco de la Provincia de S. del Estero	3,2
Banco de la Provincia de Tucumán	3,2
Banco de la Provincia de Corrientes	2,7
Banco de la Provincia de Mendoza	2,5
Banco de la Provincia de La Rioja	2,6
Banco de la Provincia de Catamarca	2,0
Banco de la Provincia de San Juan	1,4
Banco de la Provincia de San Luis	0,5
Total	72,4

Fuente: Memoria de Hacienda, Argentina (1899).

Eduardo Cavieres F.

La deuda interna y externa de Chile, 1820-1880: actitudes y decisiones en las políticas económicas del siglo XIX

1. Introducción

La deuda pública de Chile (y de América Latina) es otro aspecto de los costos a largo plazo sufragados por estas economías a cambio de períodos de un limitado crecimiento económico. Al menos, tal fue el caso de Chile, especialmente durante los primeros decenios de la segunda mitad del siglo XIX.

En general, la economía chilena del diecinueve ha sido observada tradicionalmente a través de dos períodos bien delimitados en el paso del medio siglo. Hasta los años 1850, ella habría estado caracterizada por una política oficial neomercantilista y proteccionista, cuyos objetivos habrían sido el estímulo y fomento de actividades económicas nacionales, tanto en lo concerniente al comercio, la industria y la producción de materias primas, como en lo referente al transporte marítimo. A partir de 1860, el ascenso al poder de los gobiernos liberales habría significado, igualmente, la implantación de una política económica liberal representada, entre otros aspectos, por la expansión de la banca, las medidas monetarias (emisión de papel moneda), el predominio de las actividades financieras (sociedades anónimas) y la legislación aduanera de los años 1864 y 1872.

Sin embargo, recientes trabajos sobre varios de estos aspectos han demostrado que, más que etapas diferentes y opuestas,

las diversas políticas económicas oficiales y las tendencias de la economía chilena obedecerían más a un ajuste a las realidades del momento y a una visión pragmática que a la aplicación ortodoxa de alguna de las doctrinas económicas imperantes en la época.¹ Por otra parte, a través de nuestras propias investigaciones, hemos observado que, por sobre las diferencias que se pueden establecer en el tiempo, en el período 1820-1880 la economía del país, especialmente por su tipo de inserción en el mercado nor-atlántico, dominado por Inglaterra, muestra una caracterización general de evolución y crecimiento acumulativo, cuyas debilidades se exteriorizan intensa y bruscamente con la crisis "mundial" de 1873-1876 (Cavieres 1988).

Así, por ejemplo, en términos de la política oficial, si bien es cierto que la legislación económica, particularmente la respectiva a los aranceles aduaneros, trató de privilegiar condiciones que favorecieran el desarrollo del comercio, la producción y la marina mercante nacional, sea por inaplicabilidad de algunas medidas, o por la ausencia de inversiones domésticas, debió rápidamente ir armonizando los intereses del Estado con las realidades existentes y ello se manifestó en algunas tempranas medidas liberales (el establecimiento de almacenes fiscales en Valparaíso en 1831, abiertos a los comerciantes de todas las nacionalidades) o en la progresiva disminución, desde 1834, de los impuestos de internación de mercaderías. Ya en 1855, a propósito de la discusión de nuevas reformas a la ley aduanera de 1851, el economista liberal francés Jean Gustave Courcelle-Seneuil, consejero oficial del gobierno, estimaba que la legislación chilena en esas materias era más liberal que la combinación de los sistemas prevalecientes en Francia, Inglaterra y en los Estados Unidos. Lo que interesaba fundamentalmente a los gobernantes, conservadores o liberales, era proveer con suficientes fondos las arcas fiscales y, por ello, así como Rodríguez Aldea, ministro de Hacienda en 1822, podía señalar que se era

1 Sobre el tema, y desde diferentes perspectivas, varios estudios han tratado de precisar más profundamente el carácter de la política económica de la época. Entre ellos, merecen destacarse los trabajos de Will (1960), Rector (Ms. 1976) y el más reciente de Villalobos y Sagredo (1987).

liberal en todo aquello que no causara la ruina, Zorobabel Rodríguez, el llamado sumo sacerdote del libre comercio en la segunda mitad del siglo XIX, aceptaba una legislación proteccionista, siempre que las industrias que se establecieran probaran la factibilidad del éxito (citados por Will 1960: 211 y Sater 1976: 132). Como resultado de tales predicamentos e independientemente de las continuas reformas a la legislación respectiva, cerca del 65 % -en promedio- de las entradas fiscales ordinarias, a lo menos hasta los años 1860, se originaron en la percepción de impuestos aduaneros.

En relación con esta tónica, la economía chilena se abrió rápidamente hacia el sector importador-exportador, quedando ligada muy estrechamente a la economía inglesa a través de comerciantes e inversionistas de esa nacionalidad que actuaron individualmente, o mediante casas de comisión. Además, con la formación de compañías colectivas pudieron comprometer directamente, en algunos casos, a importantes hombres de negocios locales. A diferencia de lo que algunos estudios han enfatizado (por ejemplo, Platt 1972), la presencia inglesa en la economía chilena y la ligazón de ésta con Inglaterra era ya realidad en la década de 1820 y hacia 1850 estaba completamente solidificada y creciendo cuantitativa y cualitativamente. Desde el punto de vista chileno, la base de estas relaciones se constituyó a través de la producción minera, particularmente de cobre, la que concentró los mayores intereses y definió un verdadero ciclo económico, cuya fase terminal coincidió con los efectos de la crisis de 1873-1876.

Como producto de lo anterior, a partir de 1840, Chile comenzó a experimentar un fuerte proceso de modernización. El dinamismo observado hasta entonces por el sector mercantil cedió paso a la formación de un importante núcleo financiero centrado en Valparaíso. Las necesidades impuestas por el desarrollo del comercio de importación y el aumento de las exportaciones se tradujeron en la reorganización del sistema monetario y en la creación de nuevas instituciones e instrumentos de cambio. Las leyes de Sociedades Anónimas (1854) y de Ban-

cos (1860) vinieron a consolidar una situación que de hecho ya existía, y permitieron un nuevo impulso al crecimiento económico que alcanzaría niveles espectaculares en la década de 1860. La fisonomía de algunos centros urbanos, caso típico el de Valparaíso, cambió radicalmente y la acción del Estado en obras de infraestructura vial y portuaria se hizo ostensible.

Reviste mayor dificultad caracterizar la evolución sufrida por los diferentes grupos sociales participantes. De la ya tradicional interpretación tripartita centrada en la existencia de mineros, agricultores y comerciantes, con intereses diversos (Véliz 1969), hasta un reciente ensayo que intenta explicar los orígenes y desarrollo de la burguesía local (Villalobos 1987), varias investigaciones han tratado de aportar nuevas luces a la intrincada y compleja madeja de relaciones sociales surgidas al interior de los sectores más influyentes del Chile decimonónico. En general, puede señalarse que, a propósito de la inserción exportadora chilena en la economía inglesa, la progresiva presencia de británicos en los sectores más dinámicos de la economía local y el continuo proceso de adopción de relaciones capitalistas, la reestructuración de las vinculaciones entre los cuadros del poder en Chile pasó por cambios de actitud y la plasmación de una mentalidad más abierta a todo tipo de especulaciones; situación contraria a la sujeción a una sola actividad tradicional.

Por otra parte, un número importante de los miembros de la primera generación de comerciantes extranjeros que llegaron a radicarse en Valparaíso y en el resto del país a comienzos de los años 1820, contrajo matrimonio con damas de alta sociedad local, dando origen a una generación, especialmente anglo-chilena, que a mediados de siglo estaba presente no sólo en la minería y en el comercio, sino que además extendía sus operaciones hacia la agricultura y las finanzas. Como grupo, burgués o en proceso de aburguesamiento, vino a "ocupar posiciones de importancia social y política que habían estado anteriormente reservadas a los terratenientes que podían remontar su linaje hasta los tiempos coloniales" (Pike 1963: 15). Tal grupo no orientó sus mayores esfuerzos a la lucha política ni menos trató de

desarrollar fuertes intereses que se opusieran directamente a otros sectores pudientes que, igualmente, buscaban su integración a través de la ampliación de sus negocios, o de vinculaciones matrimoniales (Balmori y Oppenheimer 1979).

En lo concreto, la conjunción de intereses chilenos y extranjeros y de chilenos procedentes de distintos ámbitos y actividades económicas se produjo a través de un verdadero circuito monetario interno que comenzó en la minería, con las primeras inversiones de los años 1820, siguió con la reinversión de las utilidades en actividades mercantiles y financieras y culminó hacia mediados de la centuria con los inicios de la gran expansión productiva, de sentido ya fuertemente capitalista. Parte de los excedentes producidos se volcaron también hacia la propiedad y, en menor grado, hacia el impulso de una industria agrícola. En la medida que tal circuito minero-financiero fue desarrollándose y expandiéndose, comprometió cada vez con mayor fuerza a un grupo más amplio de la clase dirigente.

En este contexto quedan, sin embargo, muchas respuestas pendientes y una de ellas nos interesa en especial: las relaciones del poder político con los componentes del sector social y económico más influyente. ¿Existió una unidad completa entre la élite política y aquélla de carácter económico? A lo menos hasta 1860, el comportamiento del Estado y de la aristocracia local, ¿logró diferenciarse adecuadamente?, ¿obedeció realmente al ideal portaliano de la impersonalidad y al de la subordination de los intereses privados a los del bien público? En muchos aspectos efectivamente el grupo gobernante se mostró cauteloso y pródigo; escándalos financieros de la magnitud de aquellos que se registraron en naciones centro-americanas o en Paraguay o Perú, en Chile fueron desconocidos. En todo caso, el tema merece un análisis más profundo y en detalle que escapa a los límites impuestos a este trabajo, aunque debe ser considerado en las explicaciones del financiamiento del presupuesto y de las necesidades nacionales.

Resultado del conjunto de las situaciones antes descritas, en los años 1840 Chile, y algunos sectores sociales del país, comen-

zaban ya a experimentar los primeros beneficios de la prosperidad y del bienestar económico. Más que la materialidad de esos beneficios, es importante considerar la actitud y el espíritu con que los grupos dirigentes miraban su tiempo e improvisaban sobre el porvenir. Aun cuando el nítido desenvolvimiento de la agricultura y minería estuviera conectado a la expansión de la industria y de la población de los países de la economía central, y que además el cambio cualitativo y cuantitativo observado en las manufacturas y artesanías obedeciera a un perfeccionamiento de esas actividades y no a un fenómeno totalmente original, el impacto del desenvolvimiento de la economía no dejaba de revelar sus verdaderas raíces.²

El testimonio contemporáneo de Diego José Benavente, hombre público de aquilatada experiencia y de sólida reputación, ejemplifica claramente tal situación. En 1841 expresaba que a propósito de la expansión de las actividades comerciales y productivas y del aumento de las rentas fiscales por concepto de impuestos aduaneros, el país vivía efectivamente un progreso desconocido hasta entonces. Sin embargo, reflexionando más profundamente, agregaba:

Este rápido y casi asombroso adelantamiento ha deslumbrado a nuestros hombres públicos, y los ha incitado a una profusión proporcional. Los ciudadanos reposan en una ciega confianza, esperando unos la minoración de los gravámenes, otros grandes obras de protección a la agricultura y a la industria, y no pocos sueldos y pensiones de un erario tan rico. Nadie se imagina que tanta prosperidad puede desvanecerse; nadie investiga las causas del progreso, ni los límites que la naturaleza de las cosas pueda haberlas fijado (Benavente 1841: 21).

Para Benavente, las causas de tal progreso estaban centradas en los bloqueos de las potencias europeas a los puertos del

2 Villalobos y Sagredo (1987: 47-50) se refieren en parte a estas apreciaciones y además analizan algunos testimonios contemporáneos aparecidos en *El Artesano del Orden* a fines de 1845 en que, junto con intentar atraer hacia las filas del gobierno, no se ocultaba la exagerada evaluación de la situación económica del país. El articulista del periódico sostenía, por ejemplo, que "a proporción que ha mejorado el trabajo, el precio de los jornales, en muchos casos, ha subido al mismo tiempo que ha bajado el de las mercaderías. De aquí ha resultado el bienestar comparativo de las clases pobres, pues hasta los gañanes han mejorado de condición."

Atlántico y del Golfo de México, lo cual había beneficiado a los chilenos al convertirlos en lugares de depósito, o escalas del comercio sudamericano. Además, mientras Chile había gozado de paz durante los últimos doce años, de leyes liberales de hacienda y de almacenes francos, otros países hermanos se habían despedazado en guerras civiles y otras calamidades contrarias a su comercio, agricultura e industria llevándolos a proveer sus necesidades en los mercados chilenos. Sin embargo, podía llegar el día en que superados tales problemas, esas naciones lograrían también desarrollar sus riquezas particulares y públicas:

Entonces se verá a Valparaíso descender de la altura a la que lo han elevado esos eventos, y cuando llegue a efectuarse la gigantesca empresa de la apertura del Istmo de Panamá, vendrá a ser el último puerto del Pacífico el que hoy es el primero... Más tarde o más temprano debemos quedar reducidos a nuestros propios consumos, y a los productos con que debemos pagarlos (Benavente 1841: 22-23).

A pesar de este y otros juicios similares de diferentes personas, en décadas posteriores, cuando la economía chilena alcanzó su mayor crecimiento, la actitud de confianza y seguridad en los progresos obtenidos siguió siendo mayoritaria y aminoró las primeras incertidumbres que comenzaron a manifestarse a propósito de los efectos de la crisis de los años 1860 y 1870. Todavía en julio de 1873, a escasos meses del desencadenamiento de la gran contracción que comenzó a fines de ese año, Marcial González, uno de los economistas liberales más importantes de la época, recordaba que

... basta apelar al testimonio de los hechos para convencernos de que los temores que se tienen en contrario son infundados, exageradas las quejas y vana y muy vana la alarma introducida en el mercado por los autores que a la vez son las víctimas verdaderas de esta extraña situación que atravesamos. Si hay entre nosotros, señores, algo tan claro como la luz, es el desarrollo constante de la prosperidad material de nuestro país. Para comprender esta verdad basta ver la topografía de Chile, sus producciones y consumos, su movimiento terrestre y marítimo, sus estados de

aduana, sus entradas y gastos generales, la abundancia de trabajos de toda especie, el adelanto de sus poblaciones, su vida toda de ayer y de hoy (González 1889: 215).

Efectivamente, hasta comienzos de la década de 1870, a la luz de las estadísticas de la producción y del comercio, del desarrollo de la urbanización, de las obras de infraestructura, la economía chilena gozaba de un crecimiento tendencialmente continuo, y variados aspectos de las relaciones sociales experimentaban su entrada por el camino de la modernización. El ritmo alcanzado por las actividades privadas y la riqueza acumulada por los sectores más beneficiados del sistema (chilenos y extranjeros), parecían confirmar tal optimismo. Sin embargo, en una economía fuertemente privada y con tan positivos índices, ¿qué papel jugaba el Estado?, ¿cuáles fueron los recursos con que contaba?, ¿porqué y bajo qué circunstancias éste debió asumir un rol de inversionista y en qué rubros de la actividad nacional? Además, en una economía en expansión, ¿cuáles fueron las causales profundas de un endeudamiento permanente y en constante ascenso?

2. Estado, finanzas y gestión pública

A pesar de la pobreza material de Chile al comenzar su vida republicana, los acontecimientos políticos y militares impidieron a los primeros gobiernos orientar su atención hacia la reorganización profunda de las instituciones económicas coloniales y a la búsqueda de nuevos y variados recursos para financiar el precario erario nacional. De este modo, a pesar de que se siguió intentando la protección de ciertas actividades productivas locales, se mantuvieron los impuestos tradicionales y se determinaron las tarifas aduaneras que se convertirían en la base de las entradas fiscales. Esta situación que, en muchos casos, provocó una falta de unidad y coherencia en las medidas gubernativas, impidió que se concretaran ideas como las de Bena-

vente, ministro de Hacienda en 1823, que pensaba en la necesidad de establecer una contribución directa, o las del liberal José Joaquín de Mora, que en 1828, siguiendo las recomendaciones de Smith, se ocupó del régimen tributario, indicando que los impuestos debían recaer sobre los ingresos y no sobre el capital (Villalobos y Sagredo 1987: 16-28).

Por otra parte, siendo el Estado chileno reflejo del Estado ilustrado europeo, su finalidad esencial era la búsqueda del "bien común", lo que comprendía "el buen gobierno y administración, la legislación, la justicia, la educación nacional, la economía, la moralidad y la sanidad pública" (Góngora 1986: 39), aspectos todos que requerían de una hacienda fiscal vigorosa y solvente que permitiera hacer realidad tan preciados objetivos. Hasta 1830, en cambio, las realidades fiscales estaban lejos de alcanzar tales fines: el contrabando y las irregularidades en la administración de aduana, atentaban, además, contra una adecuada percepción de los ingresos y provocaban un estado de caos financiero cuya solución formó también parte del proyecto de institucionalización conducido por hombres de empresa y líderes militares a contar del comienzo de esa década (Loveman 1979: 134-135).

Entre 1817 y 1826, el promedio anual de los ingresos fiscales era de 1.548.400 de pesos chilenos. El máximo del período se alcanzó en el año 1822, cuando las arcas fiscales recibieron \$ 2.276.545, de los cuales el 69,68 % correspondía a pagos de aranceles aduaneros. En 1817, el fisco recibió la suma de \$ 1.939.000; suma constituida por treinta y dos ítemes de tal variedad, que sólo seis representaban el 93,89 % del total. De ellos, el 9,09 % correspondía a rentas de tabacos; el 9,54 a dineros tomados al enemigo; el 10,05 a donativos voluntarios; el 16,80 a ingresos provenientes de aduana; el 23,44 a secuestros y el 24,97 a un empréstito forzoso. Sin duda alguna se puede afirmar que junto con el surgimiento de la República, aparecía también la deuda pública.

En esos años, aun cuando el gobierno de O'Higgins mostraba preocupación por llevar a cabo algunas obras materiales y cul-

turales de significación para la época (fundación del mercado de abastos, cementerio general y paseo de la Alameda en Santiago, término de la construcción del Canal del Maipo, reapertura del Instituto Nacional y de la Biblioteca Nacional), las urgencias más significativas guardaban una relación con la superación definitiva del estado de guerra interno y el apoyo a las empresas militares de consolidación de la independencia a nivel latinoamericano y, en concreto, del Perú. El 21 de noviembre de 1817, se impuso una contribución mensual a los empleados civiles, equivalente a porcentajes desde un dos hasta un 25 % de las rentas. La ley señalaba que el gobierno no quería "exceptuar ni a los mismos empleados civiles que contribuyen al acrecentamiento y cobro de los haberes fiscales", y determinaba el reintegro de esas sumas en cuanto el Estado se desahogara de sus necesidades (Anguita 1912-13,I: 47). El 30 de diciembre del mismo año, se decretaba un empréstito interno por \$ 300.000, que afectaba a todos los ciudadanos pudientes, en proporción a sus haberes, en forma voluntaria o regulada por una comisión de economía, y que se traducía en la emisión de papel moneda en acciones de 25 y 50 pesos, sin interés, por seis años, y con la cual se podría comprar y girar en todos los negocios comerciales del Estado y en las tesorerías y administraciones fiscales. La fundamentación de la ley señalaba:

Los habitantes de Chile, que conocen la naturaleza de una lucha en que violados por nuestros enemigos todos los principios del derecho de las gentes nos vemos en el inevitable compromiso de vencer o perder la vida, la libertad, los bienes y la patria, tendrá a bien que el Gobierno tome tales medidas, que no sólo aseguren la victoria sino que también eviten la prolongación de una guerra devastadora (Anguita 1912-13,I: 48).

El 9 de diciembre de 1817, se impuso por decreto, asimismo, una contribución a los propietarios de fundos rústicos o urbanos y a los comerciantes. Se enfatizaban las urgentes necesidades del Estado, el principio de equidad que debía guiar a la autoridad al imponer nuevos gravámenes y que éstos debían ser "en proporción a las comodidades de cada ciudadano, y que

al paso que ninguno pueda quejarse de agravio ni quedar alguno de contribuir al Estado para sostener su justa causa, tampoco se le despoje de su capital" (Anguita 1912-13,I: 47). Cada año, la contribución era equivalente al 1 % del valor de las propiedades y de los caudales de los comerciantes. Posteriormente, estos impuestos pasaron a formar parte de las contribuciones del catastro y de patentes. En este último caso, la percepción de los derechos correspondientes fue regulada por la ley del 5 de agosto de 1824, en la que el gobierno, deseando "llenar el déficit de la Hacienda con arbitrios leves para los contribuyentes y con rentas fijas para el país, único medio de respetar siempre la propiedad individual" (Anguita 1912-13,I: 162), estableció seis tipos de patentes, desde aquellas de 200 pesos, aplicables a casas de comercio y registro de extranjeros, hasta la de 6 pesos que habían de pagar los bodegueros, canchas, cigarrerías, chinganas y otros negocios de trato por menor.³

En medio de la pobreza del erario nacional, la incompetencia administrativa y las necesidades del Estado para la satisfacción de los gastos civiles y militares, lo más significativo en materia económica fue el empréstito de 1822, contratado por el gobierno chileno con Hullet Hermanos y Cía. de Londres, lo que significó la apertura de la deuda externa del país. El contrato, por un millón de libras esterlinas, pretendía obtener la cantidad de \$ 5.000.000, valor nominal, pero \$ 1.500.000 debieron ser traspasados al Perú bajo responsabilidad del servicio de intereses y amortización, y sólo \$ 1.300.000 ingresaron efectivamente a las cajas fiscales chilenas. El saldo se convirtió simplemente en pérdida y en otra causa del descrédito público de

3 Como sucedió con la mayoría de los impuestos, la legislación de reformas sobre reformas fue extensa. En este caso, la ley fue reformada por otra del 30 de agosto de 1833 en que las patentes se dividieron según actividades económicas amplias y posteriormente por otra mucho más compleja del 22 de diciembre de 1866 que dispuso la confección anual de una matrícula de todos los establecimientos y profesiones de cada departamento y su publicación en el periódico local. Entre los años 1824 y 1830, los ingresos provenientes del ramo alcanzaban, en promedio, 25 ó 26.000 pesos anuales. A fines de los años 1850 alcanzaban los \$ 60.000. Por efectos de la ley de 1866 crecieron vertiginosamente superando rápidamente los \$ 300.000, algo cercano al 14 % del total del presupuesto nacional.

las autoridades financieras de la época. El préstamo se hizo "sal y agua", no solucionó ningún problema en las finanzas fiscales, pero aumentó sus cargas: al año siguiente, participando de la experiencia general latinoamericana,⁴ Chile se veía imposibilitado para responder al servicio de la deuda que ascendía concretamente al pago anual de \$ 335.250.

A fin de dar cumplimiento a sus obligaciones, en diciembre de 1823, el gobierno comenzó a discutir un proyecto enviado al Congreso, mediante el cual se reorganizaba el estanco del tabaco extranjero, los naipes, y los vinos y licores importados y se pretendía su traspaso a una firma privada que, a cambio de la concesión y algunos derechos complementarios, asumiera el compromiso del pago de la deuda. Sin embargo, el otorgamiento final del estanco a la firma Portales, Cea y Cía. terminó en un fracaso y dio origen a una fuerte polémica respecto a la falta de claridad en los procedimientos oficiales utilizados y en la acción seguida por la firma en el manejo de sus negocios.⁵

El servicio de la deuda sólo fue reasumido en 1842, pero en el entretanto, a pesar de la larga correspondencia a que dio origen y a las continuas quejas y presiones de los afectados, las relaciones comerciales anglo-chilenas no sufrieron interrupción alguna y en general el problema del empréstito de 1822 quedó inserto en la experiencia global de los créditos externos ingleses de esa época y de la transitoria frustración sentida por algunos sectores capitalistas londinenses que, en todo caso, no arriesgaron su capital, sino el de cientos de pequeños inversionistas.

Con respecto a la deuda interna, y de acuerdo con leyes de autorización aprobadas por el Congreso Nacional, en diez oportunidades entre 1820 y 1837, el Estado emitió bonos por un valor total de \$ 4.153.753, con un promedio de interés de un 5 a

4 Además de los estudios ya clásicos de Rippy (1959) o Stone (1977), se pueden comparar los volúmenes y caracteres de la deuda externa latinoamericana y el comportamiento de cada país con el trabajo de Marichal (1988).

5 Villalobos (1989), en un estudio altamente polémico sobre Diego Portales reserva un capítulo para el examen de este tema llamándole "El estanco: un negocio oscuro y audaz".

6 %, con 0,5 % de tasa de amortización y con plazos variables. De acuerdo con su origen y objeto, sobre un 70 % de los fondos se destinó a la consolidación de empréstitos forzosos, secuestros, descuentos de sueldos, etc., producidos durante las Guerras de la Independencia. Igualmente, en 1829, a través de dos autorizaciones legislativas, se procedió a una reforma militar que significó un endeudamiento por \$ 615.300, utilizados para gratificar a los militares de la Independencia que se retiraban del servicio de las armas.

En definitiva, si los años 1820 (excepto por algunos intentos legislativos sobre aduanas y de imposición de algunas gabelas a otros sectores de la economía) fueron más bien años de endeudamiento sin obtención de grandes logros, los años 1830, aunque mantuvieron similares características, correspondieron a una etapa de transición en el ordenamiento y saneamiento de las arcas fiscales, en la capitalización nacional y en el crecimiento económico público y privado. Ello motivó, al mismo tiempo, al comienzo una débil y después una progresiva participación del Estado en el financiamiento de obras de diversa naturaleza, que se tradujo en un cambio de orientación de su rol y, además, en un endeudamiento externo creciente. En esta etapa de transición, el ministro Manuel Rengifo fue el artífice y primera figura en la reorganización y toma de decisiones económicas.

En la Memoria que como secretario de Hacienda presentó al Congreso en 1834, Rengifo no sólo se refirió a la situación económica fiscal del momento, sino que se extendió a un completo análisis de lo que ésta había sido en el pasado y, en particular, desde la Independencia. En su opinión, complejas y variadas situaciones habían causado el desastroso estado en que yacía la Hacienda pública.

La destrucción de las fortunas de los enemigos de la República, el alejamiento del país de hombres laboriosos, el trastorno inherente a las conmociones políticas, la alteración del orden social y la paralización de los trabajos productivos habían privado al Estado de los medios necesarios para incrementar su

tesoro. Ante ello había sido y era necesario seguir promoviendo el bienestar nacional, atrayendo a Chile el comercio de otras naciones y garantizando a los extranjeros la pacífica posesión de sus bienes.

La ausencia de un proyecto y de procedimientos estables en el manejo económico eran, por otra parte, la causa de escándalos y fraudes administrativos y la consiguiente pérdida del crédito público interno y externo. Sin poder dar cumplimiento a sus compromisos, el Estado debía asumir préstamos cada vez más onerosos y comprar a precios dobles de los reales. El estudio minucioso de la deuda pública interna, su división en cuentas atrasadas y corrientes, según fuesen de antes o después del 1° de julio de 1830, y la emisión de libramientos contra aduana por los valores de la deuda atrasada, comenzaban a poner fin a odiosas preferencias y a implantar, a juicio de Rengifo, un sistema de igualdad en las relaciones del Estado con ricos y pobres.

Una última causal de estas situaciones habría sido el espíritu de innovación extendido entre todas las clases de la sociedad. Por una parte, el deseo de extinguir toda memoria del régimen colonial; por otra, el natural anhelo de superación, habían forzado a los gobiernos anteriores a la improvisación desmedida: disposiciones incoherentes o contradictorias; reglamentos derogados por otros reglamentos; decretos sueltos para explicar el sentido de las leyes habían sido la exteriorización de la confusión económica y administrativa general.

Frente a la desastrosa situación del pasado, Rengifo anunciaba un feliz porvenir: moralidad en los empleados públicos, arreglo de la Hacienda, restablecimiento del crédito, crecimiento de los ingresos, cumplimiento de las obligaciones fiscales. Paralelamente se pronunciaba sobre las ideas básicas de lo que debía ser el carácter central de la política fiscal:

El Gobierno, para obtener estos resultados, lejos de gravar al pueblo con nuevos impuestos, ha aliviado sus cargas suprimiendo diversos derechos; y las leyes que aún tiene que proponer a la legislatura servirán para llenar el vacío de nuestro código fiscal, y para dar más libertad y fomento a nuestra industria (Rengifo 1834: 453-456).

De acuerdo con las apreciaciones del ministro, mientras la deuda interna para ese año de 1834 se estimaba en una cifra aproximada a los \$ 2.783.478, con una renta anual cercana a los \$ 150.000, los esfuerzos realizados para resolver el problema de la deuda externa (empréstito de Londres), a pesar de comprometer la fe de la Nación, habían resultado totalmente estériles. Sin embargo, se esperaba considerar nuevas medidas, entre las cuales figuraba la utilización de la renta del catastro "que ni se ha cobrado ni ha hecho falta para los gastos ordinarios" (Rengifo 1834: 458).

De los logros más significativos alcanzados por Rengifo durante su primera administración ministerial destacaron la puesta en práctica de los almacenes de depósito de Valparaíso en 1833, y la dictación de las leyes de aduana y de reforma monetaria de 1834. La legislación respecto a Valparaíso tenía antecedentes en 1824, en que ya se había determinado instalar dichos almacenes con el fin de atraer el tráfico marítimo internacional. Allí se permitiría el depósito de mercaderías, con un pago general del 3 % sobre su valor, hasta que pudiesen ser vendidas o redistribuidas. En los años inmediatos, la ley no tuvo aplicación por falta de bodegas especiales que pudieran servir para tal propósito; pero a partir del Reglamento de Rengifo los resultados no se hicieron esperar: rápidamente Valparaíso se transformó en un verdadero emporio del Pacífico Sur, en tanto que el comercio interno chileno creció vigorosamente.

La ley de aduanas de 1834, a través de un extenso y completo articulado, estableció una escala de impuestos diferenciales, con un máximo de 35 % para artículos como el café, sal de mesa, velas de sebo, yerba mate, ponchos, ropas de uso interior o exterior, calzado de suela, botas y botines de piel curtida, etc. El instrumento legal, verdadero hito en la legislación económica chilena, fue reflejo del pragmatismo económico de toda esa época: estuvo fundamentalmente destinado a la protección de ciertas actividades locales; mientras tanto, se trataba de mantener y maximizar los ingresos provenientes de aduana. Por su parte, la reforma monetaria del mismo año, uniformó el

sistema monetario metálico en vigencia y, aunque mantuvo la base de las denominaciones coloniales, terminó por generalizar el uso de sellos con leyendas y símbolos republicanos. Asimismo, junto a las monedas de oro y plata, la acuñación de moneda de cobre, divisionaria, intentó superar la secular falta de numérico para las transacciones comerciales menores. El éxito conjunto de estas y otras medidas gubernamentales se vio además fuertemente favorecido por el descubrimiento y consiguiente explotación de los minerales de plata de Chañarcillo en 1832, fuente inesperada de riqueza y anticipo de una prosperidad que se anunciaba en forma lenta pero segura.

En los años 1835 y 1837, Joaquín Tocornal, sucesor de Rengifo en el ramo de Hacienda, pudo lograr la aprobación de dos proyectos de ley que terminaron por regular definitivamente la deuda interior. El 17 de noviembre de 1835 se estipuló que ella estaba conformada por 28 ítemes de los cuales cerca de la mitad se habían originado en tiempos coloniales o entre los años 1810 y 1818 (capitales consolidados por real cédula de 1804, cantidades establecidas antes del 18 de septiembre de 1810 por el Rey de España en compensación de rentas, valores procedentes de embargos o secuestros realizados en tiempos de la dominación realista, etc.). Posteriormente, el 2 de febrero de 1837, se promulgó una ley complementaria tendiente a establecer los procedimientos y plazos para la comprobación de créditos legítimos que aún estaban sin reconocer por el Estado (Anguita 1912-13, I: 256-258 y 280).

A fines de la década de 1830, Joaquín Prieto y sus colaboradores en el gobierno se alejaban del poder dejando tras de sí una extraordinaria obra de realizaciones que se pueden sintetizar en un régimen civil sólidamente establecido con seguros indicadores de un crecimiento económico, tanto privado como fiscal. En la última Memoria de Hacienda leída ante el Congreso por esa administración, en julio de 1841, el entonces ministro Rafael Correa de Saa enfatizaba que, además del término del período de guerras y de la serie de disposiciones tomadas para mejorar el manejo público, la tercera y más importante causa

de la prosperidad de la Hacienda era la tranquilidad existente en el país durante los últimos diez años. Basaba su observación en que

... difundiéndose por todas partes un sentimiento de seguridad, se han alentado y multiplicado las especulaciones mercantiles y es sabido que de nada servirían las más sabias leyes, sin esa preciosa garantía. Con sólo detenernos un momento sobre el progreso de las internaciones marítimas de mercaderías procedentes del extranjero, desde el año 1829 hasta el presente, nos convenceremos del poderoso influjo de esta tercera causa (Correa de Saa 1841: 313).

En los últimos años de la administración Prieto, las arcas fiscales comenzaron a dejar excedentes que fueron pasando desde un 4 % en 1837, a un 9, 14 y 21 % en los años siguientes. Aparentemente, esta situación fue el resultado simple de la diferencia entre el crecimiento de las entradas ordinarias y el respectivo al de los presupuestos de gastos, cuyas mayores expediciones estaban referidas a la mantención de la administración pública y los pagos de sueldos al listado civil, a la marina, al ejército veterano y a la guardia nacional. Efectivamente, entre los años 1833 y 1841, mientras que los gastos fiscales aumentaban en un 30 %, las entradas lo hicieron en un 37 %. Sin embargo, durante esos años el Estado se limitó a administrar y reorganizar, sin intervenir ni invertir en las actividades económicas propiamente tales, en la expansión de servicios o en obras de infraestructura. Ejemplo de ello es que, a pesar de haber conciencia en que la construcción de bodegas estatales para los almacenes fiscales de Valparaíso aumentaría las rentas a través de su arrendamiento (evitando a la vez el pago de arriendo por ellas), la decisión final siempre fue postergándose.

Por el contrario, ¿qué sucedía con los recursos ordinarios? En este sentido, la labor del gobierno de Prieto no sólo se orientó a la simplificación de la recaudación de los ingresos, eliminando o reagrupando impuestos improductivos (64 cuentas de entradas entre 1817 y 1826; 31 entre 1827 y 1830; 13 a 14 a partir de 1831), o tratando de maximizar la eficiencia de las operaciones

financieras fiscales con la creación del Tribunal Superior de Cuentas en 1839, sino que, en materia tributaria, fijó otra de las bases de la política económica de la época: el rehuir, como fuera posible, la mantención o establecimiento de nuevos impuestos directos.

En relación con esta materia, en 1840 la dictación de las leyes de liberación de derechos de exportación de trigos y harina y de imposición de gravámenes para la salida de metales de cobre exteriorizaron algunas de las actitudes (y quizás también algunas diferencias) de la élite. La exención de pago para la producción más importante de la agricultura y la mantención de aquellos referentes a la minería pueden considerarse como una opción lógica para estimular el trabajo cerealístico, en momentos en que la expansión de los mercados cupríferos ya había acelerado su crecimiento, pero al mismo tiempo, ser observada como resultado de la presión impuesta por los hacendados y su rechazo al financiamiento estatal a través de una tributación que les afectara directamente. El significado profundo de esta situación fue, por una parte, un cierto acuerdo entre los miembros del sector dirigente del país (independiente de actividades o posiciones políticas), con respecto a las fuentes en que debían buscarse los ingresos ordinarios de la Nación; por otra parte, estas medidas terminaron por beneficiar a otros sectores de la economía: la determinación de financiamiento del sector público, preferentemente a través de los impuestos de importación, aun cuando no intentaba, específicamente, crear una especie de paraguas tributario para favorecer la manufactura local, fue uno de los pasos básicos para el crecimiento de una industria local desde los años 1860 en adelante y, en la práctica, se transformó en un factor proteccionista.⁶

Si lo anterior ocurría en términos del rechazo a las cargas tributarias sobre la producción, más fuerte aún fue la oposición

6 Sobre el particular y otros aspectos aquí tratados, cf. Ortega (1985). Igualmente, el mismo Ortega (1981), se refiere a los comienzos de la industrialización chilena precisamente a partir de los comienzos de la década de 1860 y, a su vez, Sater (1976) analiza los efectos de lo que él llama una actitud económica proteccionista y nacionalista en la política económica posterior de esa década.

a aquellas medidas que pudiesen gravar los ingresos. Cuando Diego José Benavente analizaba en 1841 la conducción económica del gobierno de Prieto, anotaba diferentes criterios para evaluar la acción del Estado, la extensión de la administración pública y el número de sus empleados, la planta del ejército y, especialmente, de la oficialidad, los caracteres del endeudamiento público y el pago de las responsabilidades fiscales, etc., pero mostraba un total acuerdo en materia tributaria. Para el ex-ministro de Hacienda de los años 1820,

la Constitución asegura a todos los habitantes de la República – la igual repartición de los impuestos y contribuciones a proporción de los haberes, y estos impuestos y contribuciones deben ascender a la cantidad estrictamente necesaria para sostener la administración pública...

La única contribución, o la directa, tuvo algún tiempo célebres sostenedores, porque teóricamente hablando era la que prometía esa igualdad y proporción tan apetecida. También entre nosotros no falta quien la recomiende, como el único medio de poseer el bien que la Constitución consagra o constituye en principio de nuestro derecho público. Sin embargo, reducir todos los impuestos a uno sólo, es una utopía generalmente reconocida como imposible (Benavente 1841: 7).

En síntesis, hacia 1840, se había cumplido con las reformas necesarias de carácter administrativo y legal que permitían contar con un aparato estatal y un sistema de hacienda con fuertes visos de modernidad y más adecuado a los nuevos requerimientos económicos que comenzaban a vislumbrarse, pero además, se había establecido a lo menos un par de principios que serían pilares básicos a lo largo de todo el período acá analizado: en primer lugar, por parte del Estado, el seguimiento de una política altamente pragmática en cuanto a la aplicación de disposiciones económicas y, en particular, respecto a las fuentes de financiamiento de las arcas fiscales, especialmente de las aduanas; en segundo lugar, y en relación con ello, la actitud de la élite para respaldar ese pragmatismo que les permitía disminuir parte de sus propias cargas tributarias, aun a costa del endeudamiento público; endeudamiento que en las décadas

siguientes comenzaría a ser el medio más recurrente para enfrentar los problemas del crecimiento.

En lo general, la situación fue similar a la experiencia latinoamericana: la eliminación de las cargas impositivas coloniales y un nuevo sistema basado, principalmente, en los derechos de internación; la contratación de préstamos locales y externos; la actitud altamente favorable a ello, por parte de la élite, fueron fenómenos que más tarde o más temprano atravesaron a todas las nuevas Repúblicas y dieron cierta unidad a la historia económica de la región (Marichal 1988: 21-82).

En el caso de Chile, los años 1840 no dieron origen a una nueva y distinta etapa en su historia institucional o económica, sino más bien aceleraron los procesos que se venían gestando desde tiempos anteriores. La economía chilena no se insertó en el mercado nor-atlántico sólo a mediados de siglo, puesto que lo había hecho ya en la década de 1820; las exportaciones de cobre no comenzaron junto con la instalación de la fundición de Guayacán o la Herradura en 1858, o con la construcción del ferrocarril de Copiapó a Caldera en 1851, sino provenían desde las primeras incursiones por los mercados de Calcuta, en los mismos años 1820; la actividad comercial y el mercado interno no se impusieron tampoco a mediados de siglo, pues venían configurándose con sus caracteres capitalistas en las décadas precedentes.

Lo que sucedía en los años 1840 era la confirmación definitiva de la orientación económica del país hacia el sector importador-exportador. Como la minería se mantenía como uno de los principales recursos, el sector recibió aún mayores inyecciones de capital y experimentó bastantes transformaciones en la producción y en el transporte de ésta. Al mismo tiempo, inversiones en la minería del carbón en el Sur del territorio provocaron cambios tecnológicos que se apreciaron especialmente en la construcción de mayores y más eficientes fundiciones de cobre. Rápidamente, la producción cuprífera chilena alcanzó niveles cercanos a las dos quintas partes de la producción mundial.

La agricultura también tuvo su propio desenvolvimiento. Sus ciclos fueron diferentes y menos constantes que los de la minería, en particular después de 1860, debido a las fluctuaciones de los precios internacionales para el trigo y la harina y, posteriormente, la incorporación al mercado internacional de centros productivos más eficientes como los de Argentina, Australia y los de Estados Unidos. En todo caso, bonanzas de corta duración como la expansión de los años 1848 a 1857, debido a la apertura de los mercados de Australia y California, produjeron importantes avances en los niveles de producción y, consecuentemente, en la extensión de la superficie cultivable.

Entre los años 1847 y 1856, Chile duplicó el valor de sus importaciones y, más importante, triplicó el de sus exportaciones. En 1847, el país importó mercaderías por valor de \$ 10.068.849; en 1851 la cifra era de \$ 15.884.972, y en 1856 había alcanzado a los \$ 19.804.041. Con respecto a las exportaciones, la tendencia positiva alcanzó aún mayor ritmo e intensidad: los valores fueron desde \$ 7.201.334 en 1847 a \$ 9.666.354 en 1851 y de allí a \$ 18.159.522. No cabe duda que a mediados del siglo, Chile era un país extraordinariamente dinámico (Cavieres 1988: 75-76).

¿Necesitaba Chile de un cambio radical en sus políticas y direcciones económicas? Obviamente, con esos resultados, no se deseaban y ni siquiera se pensaban. Por el contrario, en los años subsiguientes al cambio de medio siglo, la política económica siguió adecuándose a las condiciones existentes, y las nuevas leyes de aduana buscaron fundamentalmente seguir manteniendo esos ingresos como la base de las entradas ordinarias fiscales. A pesar de una progresiva, pero momentánea tendencia hacia una mayor liberalización, ostensible con motivo de la ordenanza de 1851 (fijación de tasa de importación de un 25 % sobre el grueso de las mercaderías) y que alcanza su máximo con la ley de 1864 (disminución del gravamen al 15 %), ya con la reforma de 1872, pese a mantenerse las formalidades de las leyes anteriores, se volvió a mover el interés de los legisladores hacia medidas proteccionistas al incrementarse el número de

ítemes libres de tributación para privilegiar materias primas y maquinarias que pudieran ayudar a la formación de una industria local. El problema no era, por lo demás, el ser más o menos proteccionista; lo importante era seguir manteniendo el nivel de ingresos provenientes de los impuestos de internación. De hecho, y aun cuando su significación porcentual con respecto al total de las entradas fiscales ordinarias comenzara a descender después de 1860, hasta los años 1870 ellos siguieron siendo individualmente la partida más importante de los haberes fiscales y sus valores fueron aumentando progresivamente: \$ 2.323.679 en 1849; \$ 4.047.787 en 1864; \$ 6.849.808 en 1879. En sus líneas gruesas, la política económica estaba afianzada en el corto y mediano plazo por el ritmo que el crecimiento económico comenzaba a evidenciar.

3. Los problemas de la modernización: ¿quién paga los costos?

La expansión de las actividades productivas de los años 1840 respondió a diferentes factores, entre los cuales los gobiernos anteriores intervinieron diseñando un apropiado marco legal para la época, pero sin participar directa o indirectamente en el financiamiento de la infraestructura mínima que hacía posible gran parte de las actividades de producción y comercialización. Los comerciantes, financistas, mineros y agricultores desarrollaron sus intereses sin recurrir a los fondos fiscales (por lo demás casi inexistentes) y, particularmente en la minería, los empresarios debieron invertir en tecnología, condiciones de trabajo, implementos productivos, caminos, canchas de depósito de los minerales en los centros de embarque y en muelles portuarios.

Así, hasta los años 1840 las bases materiales de la futura expansión económica fueron obra de la iniciativa y empresa privada. Esta fue también la que creó necesidades que resulta-

ron en la modernización de los medios e instrumentos económicos, en la constitución de un fuerte sector financiero y en nuevas disposiciones legales como las leyes de bancos y sociedades anónimas que, como está dicho, vinieron a confirmar una situación existente de hecho (Cavieres 1984: 61-86). A la vez, el incremento de tales actividades privadas tendió a conceder el tiempo y los medios para que el Estado pudiera echar las bases de su propia hacienda.

En el contexto nacional, la ya señalada aceleración de las actividades comerciales y productivas, sin romper con los caracteres más profundos del sistema económico en maduración, creó nuevos requerimientos socio-culturales que se exteriorizaron en los inicios de un lento proceso de urbanización y en el surgimiento de mayores exigencias de producción y servicios, resultantes de la creciente demanda internacional. A lo largo de los principales centros exportadores de América Latina, el contar con los adelantos materiales que permitieran una mejor comunicación con los mercados externos y el disponer de los adelantos urbanos europeos, se transformó en un imperativo y, en algunos casos, en signo de refinamiento y buen vivir.

Lo anterior provocó otras tantas preocupaciones y la búsqueda de soluciones que no significaran dañar los presupuestos fiscales ni aumentar las cargas y los costos de los sectores privados. De hecho, cuando tanto el Estado como los empresarios privados desatendieron, o se vieron imposibilitados de hacer frente a estas necesidades, el resultado fue un entorpecimiento a todo posible intento de crecimiento económico. Tal fue el caso del altiplano boliviano que, todavía hacia 1865, utilizaba el transporte mular a través del desierto de Atacama, para movilizar la carga de mercaderías desde y hacia la costa, provocando un cuello de botella crucialmente limitante de las posibilidades de producción y explotación minera: "con sólo mulas, burros o llamas para transportar los minerales hacia la costa, los gastos de transporte eran tan altos como prohibitivos para la exportación de minerales bolivianos, excepto los de más alta ley; el cobre no podía embarcarse a menos de un 70 % de costos

de transporte, el estaño a no menos de un 55 a 60 % (Platt 1972: 67).

En el caso chileno, en la década de 1840, el Estado asumió una política de motivación y amparo de las inversiones privadas en todo ámbito productivo y en obras de infraestructura urbana, portuaria y en comunicaciones que, a cambio de ciertos privilegios exclusivos, le eximiera de verse forzado a aumentar el gasto público. De la multiplicidad de decretos concediendo tales derechos, parte importante de ellos estuvo referida a la habilitación de muelles portuarios, construcción de vías férreas y creación de las compañías respectivas para su explotación, dotación de servicios urbanos, etc. Sin embargo, las mayores y más urgentes empresas necesitaban de grandes capitales y, a pesar de la constitución de sociedades anónimas para reunirlos, en la mayoría de los casos éstas se convirtieron en experiencias frustradas, o en resultados medianamente parciales. Una de las excepciones más relevantes fueron las obras del ferrocarril de Copiapó a Caldera, sumamente importante en el desarrollo minero del Norte y el primero en Chile, cuya construcción se inició según las bases del privilegio exclusivo concedido el 9 de noviembre de 1848 a Juan Mouat.

Mediante dicha concesión, la empresa que debía organizarse se comprometía a responder por toda la infraestructura que fuera necesaria, el cierre de los fundos por donde pasara el trazado de la vía, el pago de la expropiación de terrenos a los particulares y, además, transportar gratuitamente el correo entre ambos puntos. Por su parte, el Gobierno eximía a la compañía de todo tipo de impuestos por derechos de internación de materiales y equipos, le cedía terrenos municipales y fiscales y le fijaba un tarifado del transporte, cuyos valores máximos no podrían permitir más de un 24 % anual de las utilidades (Anguita 1912-13, I: 504-505). En los años siguientes, Mouat traspasó sus derechos a un grupo de empresarios liderados por Agustín Edwards, quién, con Tomás Gallo, Gregorio Ossa y Matías Cousiño, formó la Sociedad de Mineros de Copiapó que financió el proyecto y que en 1851 hizo realidad el ferrocarril.

En general, el fracaso afectó a muchas empresas y a empresarios de todas las calidades y ante ello el Gobierno, en una segunda etapa de decisiones (pero manteniendo la política de los privilegios exclusivos), autorizó a las municipalidades a imponer diversos gravámenes locales que permitieran fomentar las obras públicas urbanas. Coincidiendo con una propuesta del ya muy destacado financista norteamericano Guillermo Wheelwright, para proveer de agua potable a Valparaíso, en agosto de 1849, el Ministro del Interior, Manuel Camilo Vial, gestionó la promulgación de una ley que estableció una contribución municipal para que las principales ciudades del país pudieran contar con talpreciado elemento. La contribución, un impuesto directo a los ingresos, no fue del agrado de los respectivos contribuyentes y en el caso de Valparaíso, *El Mercurio* sintetizó el sentir, mucho más práctico (pero a veces poco eficiente) de los sectores de mayor influencia social y económica de la época:

Siempre habrá medios para satisfacer la necesidad del agua potable sin recurrir a una contribución ineficaz. Admitid propuestas como aquella de Mr. Wheelwright, que ofrece el agua gratis a los pobres y barata y convenientemente a los ricos, sin las aberrantes contribuciones, y las ciudades de la República gradualmente estarán provistas con agua potable (*El Mercurio de Valparaíso*, Valparaíso, 1º de sept. de 1849).

En la situación particular de Valparaíso, la provisión de este vital servicio, tanto como la de gas, iluminación pública, ferrocarril urbano, etc., en gran parte fueron el resultado de la iniciativa privada, a través de contratos municipales. Sin embargo, no siempre hubo inversiones rentables en el corto plazo, o empresas fáciles de realizar, y con respecto al agua potable la experiencia para Wheelwright fue motivo de incomodidad y frustración empresarial (Kinsbruner 1968: 653-661).

En general, los problemas de financiamiento local de obras de infraestructura urbana y creación de servicios públicos se encararon a través de concesiones de privilegios y mediante la imposición de contribuciones municipales. En el primer caso, por ley de 1845, se otorgó el usufructo de muelles a aquellos in-

versionistas que los habilitaran. En 1855 se dictaron disposiciones sobre construcción de caminos, puentes y canales financiados por particulares y al año siguiente la favorecida fue la Compañía de Gas de Santiago. Posteriormente, en 1871, se utilizó igual procedimiento para Clark y Cía., empresarios del telégrafo entre Valparaíso, Santiago y Buenos Aires y para quién asumiera las obras del cable submarino.

En el segundo caso, la imposición de contribuciones locales, entre 1837 y 1855, se impusieron gabelas sobre faros de Valparaíso y Ancud; de muelles en Copiapó y Valparaíso; de mataderos públicos en La Serena, Santiago y Valparaíso y de carruajes en Valparaíso y Copiapó. En la búsqueda de fondos municipales, en 1852, se impuso, además, un impuesto sobre los establecimientos de diversión pública.

Más atrayente y de mayor espectacularidad resultaron los proyectos de inversión privada en ferrocarriles, orientados principalmente a unir centros productivos mineros con algunos puertos de embarque. De 45 concesiones oficiales de privilegios exclusivos, otorgados entre 1840 y 1880, 30 correspondieron a derechos sobre ferrocarriles. Entre otros, los muy conocidos empresarios mineros José Tomás Urmeneta, Tomás Patrickson, Jorge R. Stevenson, recibieron derechos y privilegios para la construcción de los ferrocarriles de Tongoy a Ovalle, de la provincia de Atacama y el de Chañaral de las Animas al mineral del Salado, respectivamente (Anguita 1912-13, V: 195-197).

Por sobre algunos fracasos, el conjunto de experiencias exitosas estuvo lejos de satisfacer las necesidades de modernización material existentes y, finalmente, el Estado debió asumir las grandes empresas y las más fuertes inversiones. Para hacerlo, pudo escoger entre aumentar las entradas ordinarias con la imposición de nuevos gravámenes o recurrir al endeudamiento fiscal, salida natural para los grupos dirigentes.

Como se ha visto anteriormente, las entradas ordinarias dependían fuertemente de los impuestos aduaneros de internación y, por otra parte, era resistido el aumento de los impuestos directos que gravaran los ingresos particulares. La política

seguida buscó entonces una nueva readecuación de los impuestos tradicionales, los cuales, en vez de aumentar, siguieron una tendencia de reducción. Así, en 1853, el diezmo se convirtió en un impuesto directo que recayó sobre las propiedades rústicas, en proporción al valor de sus terrenos, conservando la finalidad de proveer a la Iglesia con los fondos necesarios para los gastos de ministros y cultos. En 1860, disminuyó a un 1,89 % el porcentaje correspondiente al impuesto del catastro, que había sido fijado en un 3 % en el año 1834. En 1874, una nueva revisión de los gravámenes sobre fundos rústicos determinó un máximo de \$ 1.200.000 recaudables por el Estado, cifra que debía obtenerse proporcionalmente, de acuerdo a los avalúos de las propiedades en cuestión (Anguita 1912-13,I: 616-617 y II: 91 y 440).

Por otra parte, en abril de 1866, en virtud de una autorización del Congreso del año anterior, viendo el gobierno como "indispensable proporcionar rentas fijas para restablecer el equilibrio entre las entradas y gastos públicos", impuso una contribución provisoria de un 5 % sobre la renta anual que se alcanzara tanto por utilidades de capital y producción, como de los sueldos de empleados públicos y particulares. La contribución fue derogada por una nueva ley de enero de 1867, que determinó, en su lugar, un impuesto total por cinco millones de pesos a formarse proporcionalmente de acuerdo con las mismas rentas y reconociéndose como deuda del Estado y a un 5 % de interés anual. Finalmente, en 1879, se fijó una contribución de un 0,3 % anual sobre los haberes: capitales, rentas, sueldos, títulos de la deuda pública, etc. (Anguita 1912-13,II: 214-218, 234-235 y 472-474).

En resumen, no quedando otra alternativa, el Estado debía afrontar el aumento del gasto público a través del endeudamiento. Las iniciativas privadas en la construcción de ferrocarriles de tramo largo, en la construcción de muelles y habilitaciones portuarias, caminos, puentes y canales, fueron ineficientes o inexistentes. Ejemplos ilustrativos de ello pueden ser los respectivos al ferrocarril Santiago-Valparaíso y a la construcción de almacenes fiscales en Valparaíso. En el primer caso,

por ley del 19 de junio de 1849, las obras se concedieron bajo privilegios al empresario Guillermo Wheelwright. Ante la imposibilidad de éste de llevar a cabo la empresa, en agosto de 1851, el gobierno ordenó la construcción de dicho ferrocarril, permitiendo al Estado una inversión de dos millones de pesos en una sociedad anónima, a cuya formación debía invitar el presidente de la República. Una nueva tentativa se realizó en 1852, cuando se enajenó la deuda de cuatro millones de pesos reconocida por el Perú a fin de aumentar el número de acciones fiscales en la empresa. En noviembre de 1857, se debió recurrir a un empréstito de siete millones de pesos, de los cuales cinco estaban destinados a ella (Anguita 1912-13, I: 508-509, 587-588, 592 y II: 48-49). Y ello no fue todo.

En el caso de los almacenes fiscales de Valparaíso, cuya construcción había sido postergada por el Estado esperando una respuesta privada favorable, la solución no pudo dilatarse más allá de 1846, en que se dispuso el inicio de las obras definitivas. El 16 de junio de 1850, debieron suplementarse los fondos fiscales disponibles para esos fines y en enero del año siguiente se recurrió a un empréstito interno por \$ 500.000, con hipoteca que pesaría sobre los productos a recibir. En septiembre de 1854, se libró un nuevo suplemento por \$ 100.000 y en enero de 1856 el Congreso aprobó la suma de \$ 300.000, para la construcción de un muelle frente a esos almacenes, pudiendo recurrirse a un nuevo empréstito, si ello fuese necesario (Anguita 1912-13, I: 510, 519, 528 y II: 27).

Al mismo tiempo, el Estado emprendió otras grandes obras financiándolas, en su gran mayoría, a través de empréstitos internos o externos. Entre ellas destacaron la construcción de obras en los ríos Ñuble y Perquilaupén y en la barra de Constitución; de puentes en los ríos Mapocho y Cachapoal; de los ferrocarriles de Chillán-Talcahuano, de Curicó-Angol, de San Fernando-Curicó, de Angol-Curicó con ramal a Los Angeles, etc. Además, en 1873 el Congreso autorizó la compra de las 1.255

acciones pertenecientes a inversionistas privados de la Compañía de Ferrocarriles del Sur.⁷

En 1850, la deuda interna ascendía a \$ 1.642.253, correspondientes a los principales e intereses de censos redimidos y a la deuda del 3 % de 1837. En 1851 aumentó con el capital de \$ 300.000 autorizados para la construcción de los almacenes fiscales de Valparaíso. En 1862 se aprobó la emisión de vales de Tesorería por \$ 1.000.000; al año siguiente, la cantidad de \$ 2.300.000, para la construcción del ferrocarril en el tramo Santiago-Quillota (Bonos Meiggs) con un interés de entre el 4 y 6 % anual; en 1865 un nuevo empréstito por \$ 3.000.000 al 8 %; \$ 1.384.000 al 6 % en 1867, para construcción del ferrocarril San Fernando-Curicó (Bonos Garland); \$ 582.735 en 1870, como préstamo del Banco Nacional; \$ 757.000 al 6 % en 1872, para destinarlos al ferrocarril de Llay-Llay a San Felipe. La cuenta siguió creciendo con los nuevos endeudamientos de \$ 1.241.000 y \$ 1.403.000 en 1873, para los tramos del ferrocarril Santiago-San Fernando y Rancagua-San Fernando; de \$ 711.000 al 8 % en 1876, para la conversión en deuda pública interior por el valor de los sitios enajenados por el Estado en calle Blanco de Valparaíso; de \$ 4.985.755 al 8 % en 1877, para la cancelación de la deuda flotante y de \$ 3.960.000 en 1878, por el préstamo forzoso de los bancos. En consecuencia, la deuda interna, considerados capitales e intereses, pasó de \$ 1.642.253 en 1850 a \$ 2.525.303 en 1860 y a \$ 16.731.748 en 1870. Debido a varias emisiones de papel moneda en el año 1879, a comienzos de 1880 llegaba a los \$ 39.717.875 (Dirección General de Contabilidad, Chile 1901: 114-115).

Con respecto a la deuda externa, después de 1822, su movimiento se reinició en 1842 con un nuevo empréstito por £ 934.000 obtenidos de George y James Brown y Cía. y Baring Hermanos y Cía. de Londres (\$ 4.500.000) al 6 %, que se redimió en 1869, y con otro, en 1843, por £ 756.500, procedente

7 Sobre la problemática de la construcción de los ferrocarriles centrales chilenos es muy conveniente el trabajo de Oppenheimer (Ms. 1976), desgraciadamente no publicado.

igualmente de Baring Hermanos (\$ 3.750.000) a un 3 % de interés anual, que sólo fue redimido en 1891. Sin embargo, la verdadera explosión del endeudamiento chileno comenzó en la década de 1850. En efecto, entre 1850 y 1880, Chile recibió siete nuevos préstamos en Londres que transformaron su deuda externa de £ 1.205.400 (seis millones de pesos) en 1857 en £ 6.974.000 (cerca de 35 millones de pesos) hacia 1880.

En 1858, Baring emitió un préstamo de £ 1.554.800 (\$ 7.774.000) en favor de las arcas fiscales chilenas; en 1865 el gobierno contrajo un nuevo compromiso por £ 450.000 (\$ 2.250.000) para financiar la Guerra contra España; en 1866, 1867 y 1870 otros tres préstamos de £ 1.068.000, £ 2.000.000 y £ 2.012.700 (\$ 20.403.500 en total) se obtuvieron de la casa de Morgan. En 1873 y 1875, a través del Oriental Bank se sumaron dos nuevas obligaciones: £ 2.276.500 y £ 1.133.000 (\$ 17.047.500 en conjunto). La mayor cantidad de estos dineros tuvo como uno de sus principales propósitos el financiamiento de la construcción de ferrocarriles (Molina 1898: 19-20).

Durante todo el período Chile mantuvo una alta reputación en los círculos financieros londinenses y una de las razones para ello fue el pronto servicio del préstamo de 1858 que abrió las puertas a créditos mayores. En 1860 el ministro de Relaciones Exteriores chileno prometió a los señores Baring enviar un proyecto al Congreso para sus sesiones de 1861 a objeto de incrementar el fondo dispuesto para la liquidación del 4.5 % correspondiente al préstamo de 1858. El proyecto fue prontamente aprobado por el Congreso y efectivamente el gobierno pudo entonces doblar su presupuesto para el pago antes mencionado. Obviamente, esta situación aseguró a los inversionistas de Londres el recibir sus pagos e intereses en un corto tiempo (*Economist*, Londres, 22 de dic. de 1860 y 9 de nov. de 1861). De acuerdo con *The Times*, el préstamo había sido contratado "a un precio que dejaba muy pocas posibilidades ventajosas para los subscriptores", razón que justificaba las medidas tomadas por el gobierno chileno, el cual al mismo tiempo ganaba una posición muy favorable desde el punto de vista

crediticio. El comentarista continuaba señalando que "sería de esperar que todos los gobiernos extranjeros aprendieran que resguardándose a sí mismos de las ganancias competitivas de los contratantes con el objeto de lograr precios devaluados de sus valores, se están dañando a sí mismos" (*The Times*, Londres, 17 de dic. de 1860).

El préstamo por £ 2.000.000 de 1867 fue el primero de tres otorgados por la casa de J. S. Morgan y Cía. Bajo los términos del contrato y como garantía, Chile debió hipotecar sus impuestos aduaneros. Sin embargo, como *The Times* comentaba editorialmente, los prospectos de la economía chilena eran muy favorables y

los ingresos de la República se han incrementado notablemente con la expansión de sus recursos, y mirando la escrupulosidad con la cual Chile ha seguido manteniendo su crédito, la importancia de su comercio con el país, y el hecho que por el préstamo de £ 1.554.800 introducido por los Sres. Baring en 1858 los contratantes otorgaron el alto precio de 92 siendo que el interés pagado era sólo de 4.5 %, los presentes términos parecen haber sido pactados sobre la base de convertir la operación en justa y legítima en todos sus aspectos (*The Times*, Londres, 17 de enero de 1867).

En los inicios de la década de 1870, el comienzo de la "gran depresión" tuvo serios efectos sobre la economía chilena. Entre 1873 y 1878, Chile debió hacer frente a la peor crisis del siglo. En medio de dicha crisis, el gobierno contrató un nuevo préstamo, ahora por £ 1.330.000, a través del Oriental Bank de Londres y destinado para financiar trabajos públicos en Valparaíso (muelle y almacenes fiscales) y el término del tramo del ferrocarril de Curicó-Angol. En esos momentos de crisis, *The Times* reafirmaba su opinión sobre Chile: "aparte de sus riquezas mineras, la República es una de las más ordenadas de Sud-América y, hasta el momento, su crédito ha sido tan bueno como el del Brasil" (*The Times*, Londres, 5 de abr. de 1875). Este juicio no contradecía el pensamiento y la decisión de Ramón Barros Luco, ministro chileno de Hacienda, que en el mismo año declaraba que, a pesar de la crisis presente inter-

nacionalmente, "Chile ha sido uno de los pocos países que ha sido capaz de mantener sus actividades e ingresos en un buen pie y su crédito al nivel normal" (citado por Ortega Ms. 1979: 438).

De hecho, y a pesar de los alarmantes efectos internos de la crisis, Chile continuó gozando de una buena posición en el mercado financiero londinense y una vez más, en 1877, *The Times* volvía a comentar el positivo estado del país y transcribía la información entregada por *The Chilean Times* el 14 de abril del mismo año que señalaba que, en respuesta a un llamado del gobierno solicitando un empréstito interno con el objeto de evitar un nuevo aumento de la deuda externa, sólo Valparaíso, en un día, pese a la crisis, había suscrito cerca de £ 327.400 (\$ 2.637.000). El diario de Londres concluía que "una mejor razón para felicitar a la República de Chile existiría si, de acuerdo a la variedad de sus recursos, el gobierno diera a conocer su determinación de cancelar el préstamo sin el eventual recurso de los mercados externos" (*The Times*, Londres, 31 de mayo de 1877). ¿Correspondían esas opiniones a las realidades internas?

4. Endeudamiento, deterioro y crisis: las debilidades del crecimiento

El aumento de la deuda pública (interna y externa), favoreció efectivamente la modernización del país y contribuyó – en esa forma – al crecimiento económico y a la ampliación de las funciones urbanas. Estos, y otros aspectos, podrían considerarse como los efectos positivos de la estructura económica puesta en funcionamiento, la cual, en el corto plazo, rindió positivos y a veces espectaculares resultados. Sin embargo, en forma subyacente, se produjeron algunos procesos que tendencialmente limitaron las posibilidades de un crecimiento sostenido y que en períodos más largos de tiempo evidenciaron las debilidades del sistema. Entre ellos, podríamos considerar las insuficiencias de las actividades productivas, la rápida pero exagerada posición

alcanzada por el sector financiero de carácter fuertemente especulativo, y los alcances acumulativos de las crisis periódicas que sacudieron a la economía chilena desde mediados de siglo en adelante.

Las actividades productivas, caracterizadas principalmente por la expansión del cobre, y la menos cuantificable de la plata, si bien pudieron sostener a la economía chilena durante todo el período aquí estudiado, no estuvieron en condiciones de capitalizar o aumentar las inversiones en tecnología y por ello fueron quedando gradualmente más supeditadas a la generosidad natural de los minerales de alta ley. Si a ello se agrega un imperceptible, pero permanente deterioro de los valores de intercambio, se comprenderá que la bonanza no podía ser duradera, a no ser que se cambiaran radicalmente las formas de producción y capitalización como efectivamente ocurrió en la gran minería de comienzos del siglo XX. Hacia 1870, el sistema característico del siglo XIX estaba virtualmente agotado (Cavieres 1988: especialmente cap. V).

Por otra parte, el sistema financiero que terminó de consolidarse desde 1860 en adelante, se convirtió en el gran espejismo de la época y en motivo central de las inconsistencias entre políticas liberales y la acción concreta del Estado. Las sociedades anónimas y la banca multiplicaron aceleradamente el dinero y especularon sin límite alguno. La "fiebre" de Caracoles derribó algunos castillos de arena, pero por otra parte el propio Estado se había ya acostumbrado a legislar en términos favorables a la banca a cambio de ciertos "préstamos" que le permitieran no sólo mantener su nivel creciente de gastos (en algunos casos, como en educación, altamente convenientes), sino también el conjunto del sistema. Obviamente, la política bancaria y monetaria del período merece un análisis más particular y profundo, pero es importante señalar acá su nivel de retroalimentación crediticia: el Estado debe, los particulares deben; pero se construye y se invierte.

Una tercera situación tiene que ver con los ciclos económicos y las crisis periódicas de los años 1848-1849, 1859-1861 y 1873-

1876, todas las cuales se originaron en la economía europea causando disturbios en las condiciones de los mercados externos y provocando la caída de las exportaciones, los déficit en el balance comercial, las parálisis de las actividades mercantiles y el aumento de las salidas ordinarias y de la fuga del dinero amonedado (oro y plata). Los efectos de la caída de 1848-1849 fueron superados rápidamente debido a un aumento de las exportaciones de metales preciosos y al surgimiento de nuevos mercados para el cobre y cereales chilenos. Comenzando en 1859, ocurrió una nueva depresión que se observó en la disminución del comercio y particularmente de las exportaciones, pero que presentándose como un sobresalto en una época de crecimiento general, tuvo nuevamente una recuperación bastante rápida dando inicio, por lo demás, a la época de mayor prosperidad anterior a 1880.

Pese a las experiencias de los años 1848-1849 y 1859-1861, no hubo rectificaciones económicas importantes y todo el sistema siguió sosteniéndose sobre bases altamente especulativas. Cuando en forma mucho más dramática se hicieron sentir los efectos de la crisis de 1873-1876, la economía chilena se encontraba en una situación altamente desfavorable y comenzaba a ver el futuro con una actitud diferente. Si por una parte existían argumentos económicos que explicaban la paralización del comercio por la falta de moneda causada por la restricción del crédito bancario, "tanto para conservar en arcas el metálico necesario a la conversión de sus billetes, como para poner un término al agiotaje que había cundido como una epidemia desde el descubrimiento de Caracoles y de nuestras novísimas y curiosas invenciones de sociedades anónimas" (González 1889: 217), o por los efectos de las malas cosechas de 1875, la disminución del valor de la plata en un 20 a 25 % y "la necesidad de remesar fondos a Europa para el servicio de nuestra deuda, que hasta hace poco se hacía con los fondos que existían en Europa" (Concha y Toro 1876: 48), se daban igualmente otros argumentos que advertían problemas más estructurales de la economía:

... Chile no se empobrece porque la plata que produce salga de sus fronteras. Lo que puede empobrecerlo y traerle crisis más o menos dolorosas son las malas cosechas o la mala política, los trastornos económicos, los conflictos internacionales o perspectiva de guerras inútiles, las especulaciones erradas o aventuradas, el dinero locamente invertido, los gastos suntuarios privados y públicos y el lujo que se propaga y cunde como una lepra en el seno de nuestra naciente sociedad (González 1889: 233).

La crisis de 1873-1876 provocó una fuerte ruptura en el tradicional optimismo de la clase dirigente chilena y, por algunos años, le hizo asumir una actitud más crítica acerca de sus realidades. Sin embargo, su comportamiento no varió en lo fundamental. Además, como junto a Argentina y Brasil siguió cumpliendo con sus obligaciones externas, mantuvo en alto su crédito y la estimación de sus acreedores, estimación que se tradujo en nuevos empréstitos. A partir de 1880 y con los nuevos ingresos provenientes ahora desde el salitre, Chile entró a experimentar un nuevo ciclo económico que desde muchos ángulos requiere de un análisis diferente. En todo caso, de la época anterior, quedarían dos herencias seculares: los comienzos de una inflación galopante y las bases para un endeudamiento fiscal, particularmente externo, siempre creciente.

Tabla 1: Resumen de la deuda pública chilena (en pesos)

Período	Deuda externa	Deuda interna	Total
1822-1826	4.614.493		
1827-1831	4.499.078	455.283	4.954.436
1832-1836	4.499.078	568.263	5.067.341
1837-1841	4.499.078	3.354.865	7.853.943
1842-1846	7.478.824	1.903.018	9.381.842
1847-1851	6.067.962	1.660.308	7.728.270
1852-1856	7.219.870	2.238.098	9.457.968
1857-1861	9.070.383	2.538.343	11.608.726
1862-1866	11.265.160	7.555.937	18.821.097
1867-1871	20.847.558	15.771.806	36.619.364
1872-1876	40.401.593	19.383.398	59.784.991
1877-1881	35.597.697	42.316.400	77.914.097

Deuda externa

- 1822: Hullet Hermanos y Cía. Desde 1827 no se pagaron intereses ni servicios de amortización hasta el acuerdo con los acreedores con la emisión del 9.6.1842 de dos empréstitos: uno al 3 % por los intereses diferidos en trece y medio años y otro al 6 % por el saldo del capital nominal primitivo. El servicio de los nuevos dividendos lo hicieron los Sres. George y James Brown y Cía. de Londres encargados de los empréstitos suspendiendo el pago el 28.9.1844.
- 1842: George y James Brown y Cía. y Baring Hermanos y Cía. Capital nominal £ 934.000, intereses 6 %, amortización acumulativa 1 %, dividendo anual servicio intereses y amortización £65.380.
- 1843: Baring Hermanos y Cía. de Londres. Capital nominal £ 756.500, intereses 3 %, amortización 1 %, dividendo anual servicios £ 30.260.
- 1858: Baring Hermanos y Cía. Capital nominal £ 1.554.800, intereses 4,5 %, amortización 1 %, dividendo anual servicios £ 85.514.
- 1865: Thomson Bonar y Cía. Capital nominal £ 450.000, intereses 6 %, amortización en dos parcialidades de £ 225.000 a marzo de 1867 y 1868.
- 1866: J. S. Morgan y Cía. Capital nominal £ 1.120.920, intereses 7 %, amortización 2 %, dividendo anual servicios £ 100.882.

- 1867: J. S. Morgan y Cía. Capital nominal £ 2.000.000, intereses 6 %, amortización 2 %, dividendo anual servicios £ 160.000.
- 1870: J. S. Morgan y Cía. Capital nominal £ 1.012.000, intereses 5 %, amortización 1 %, dividendo anual servicios £ 60.772.
- 1873: Banco Nacional de Chile, Oriental Bank Corporation y City Bank Ltd. Capital nominal £ 2.276.500, intereses 5 %, amortización 2 %, dividendo anual servicios £ 159.355.
- 1875: Banco Nacional de Chile, Oriental Bank Corporation. Capital nominal £ 1.133.000, intereses 5 %, amortización 2 %, dividendo anual servicios £ 84.310.

Deuda interna

Desde 1827 censos redimidos; 1829: reforma militar; 1837: deuda del 3 %; 1851: deuda del 10 %; desde 1863 emisiones vales tesorería; 1863: bonos del ferrocarril de Santiago a Quillota (bonos Meiggs); 1865: deuda del 8 %; 1867: bonos del ferrocarril de San Fernando a Curicó (bonos Garland); 1870: préstamos del Banco Nacional; 1872: bonos del ferrocarril de Llay-Llay a San Felipe; 1873: bonos del ferrocarril de Santiago a San Fernando; 1876: bonos de la calle de Blanco en Valparaíso; 1877: consolidación deuda flotante; 1878: préstamo de los bancos; 1879: emisión papel moneda.

Fuente: Dirección General de Contabilidad, Chile (1901).

Maria Barbara Levy

The Brazilian Public Debt – Domestic and Foreign, 1824-1913

1. Introduction

In his study of the social structure of Brazil, the historian Manoel Maurício de Albuquerque (1981) emphasized that the élites of the country's Southeast upheld national unity in their own interest, though he does not unravel the financial mechanisms of this support. He does show the Paraguayan War to have been a last expansionist effort in South America by the slave-owning coffee aristocracy. The failure of this attempt weakened the monarchic state, and quickened its downfall in 1889.

The aim of the first part of this essay is to show how the Monarchy found domestically financial resources to impose its centralism on a country of continental dimensions, whereas Spanish America became fragmented. The second aim is to demonstrate how, soon after, the Brazilian Empire employed the same methods to force its hegemony on the River Plate Basin.

The historiography of the republican period before the First World War analyzes financial aspects in depth, since several reforms in monetary policy were implemented at that time corresponding to different political orientations. Two very precise moments can be distinguished: the first, of Jacobine revolutionary tendencies, and the second, when the new agrarian and conservative élites come to occupy the political scene. In these studies, exchange rates and monetary policy play an eminent role, due to the economy's export characteristics and to the importance

of its foreign debt which was renegotiated twice during this period with the funding loans of 1898 and 1914. The domestic debt is systematically relegated to a secondary status since it is an internal matter, even though the reforms under study always include the public debt market in their range of targets, thus affecting one way or another the value of institutional and private portfolios. In an effort to close this gap, albeit in a preliminary fashion, the third part of this article will analyze the reasons which led the government of the time to indebt itself, and how it renegotiated its debt through various conversions.

It is quite obvious that the history of the Brazilian domestic debt has so far been neglected, especially if compared to the abundant analytic material produced on the foreign debt (Fritsch 1988; Goldsmith 1986; Pelaez and Suzigan 1976; Neuhaus 1975). The sources are relatively numerous, though lacking in homogeneity. We will present here only an initial exploration of the data contained in the tables drawn up by the *Diretoria de Contabilidade da Caixa de Amortização* in the annual reports of the Ministers of Finance from 1827 to 1919. As comparative parameters, the fiscal revenues (from these same reports) and the development of the foreign debt, put together by Bouças (1950), will be employed.

For each of the periods covered, total fiscal revenue, as well as expenses effected by the ministry, have been recorded. The additional funds with which the government provided for the deficits have been divided into domestic and foreign debt. We shall thus be able to show the relative importance of fiscal revenue and debt funding. As the servicing of both domestic and foreign debts – interest and amortization payments – are included in the Finance Ministry's expenses without systematic labels, the exact amount of the debt service costs has been obtained by compiling amortization payments and calculating interest from contractual rates. Other useful information, such as the classification of bondholders by category and the quotation of these titles in the market will be shown for the years available. In order to facilitate comparison with other Latin Ameri-

can economies, amounts in "mil-réis" have frequently been presented in pounds sterling.

2. Domestic Debt During the Formation of the National State, 1824-1850

Various factors contributed to the emergence of the public debt in Brazil. There was, in the first place, great unease about the first foreign loan – of 1824 – as British recognition of Brazilian independence was put as a requirement for granting the loan, which manifested itself in a low rate (price of placement) of 85 percent for one part of the funds and 75 percent for the other. Not considering these discounts sufficient, the Rothschilds transferred to Brazil the responsibility for Portuguese loans obtained in London during the War of Independence. Secondly, D. Pedro I's absolutist tendencies led Parliament to take a series of measures to limit the Monarchy's financial capacity, such as the closing of the first Banco do Brasil and the establishment of the public debt along the lines of the Great Book of the French Revolution. The executive was thus deterred from resorting to the bank's bond issues to cover the deficit, and the assets of the Emperor were finally separated from those of the state, requiring that any new credit operation be approved by Congress.

The law of November 15, 1827, determined that the administration of the Public Debt be carried out by the Caixa de Amortização. Its obligations included the regular payment of interests and annual amortization of one percent of outstanding bonds, as well as intervening opportunely in the market to sustain quotations. It would also register loans made directly to the person of the Emperor during the years of the War of Independence, consolidate the previous floating debt and convert into four percent bonds a loan placed to redeem forged copper coins circulating in Bahia.

The government bonds were received favorably in the Rio de Janeiro market, though the Emperor's abdication in favor of his son – still under age – as a result of liberal pressure, was momentarily reflected in the fall of their price. By the following year, the Caixa de Amortização had opened a branch in Bahia to distribute in the North-East its five percent bonds, usually given as payment to government suppliers. Domestic debt during the Regency period (1831-1840) played an important role in the formation of the national state, supplying the resources with which the government would militarily control the multiple separatist movements which were then emerging.

As early as 1835, the Finance Minister would point out the advantages of domestic over foreign indebtedness, given that the interests and amortizations paid would not be removed from internal circulation but, on the contrary, would benefit the capital of nationals or of foreign residents. Moreover, the exchange rate would not be affected negatively. Faced with emergencies, the government could deal with extraordinary expenses with resources from the country itself. The Finance Minister thus emphasized the importance of maintaining public confidence in the regularity of the Caixa's payments and that no new placements should be effected without providing funds for payment of interests and amortization (*Relatório da Fazenda, Brasil* 1835: 11-12). The economic climate favored such considerations: coffee exports from Rio de Janeiro province began to increase, and planters were keen buyers of government bonds. As their revenues were concentrated, while expenses were spread over the year, they bought bonds during the harvest period to be then sold when necessary during the following months. Government guarantee and the visual presentation of these titles also enhanced their attractiveness to planters. Not only was it a low risk investment of guaranteed liquidity, but its coupons also simplified the understanding of interest-payment periods.

These were also years of great separatist turmoil from the North to the South of the country. A clear indication of the di-

mensions of these movements is the fact that in 1837 the register of fiscal revenues does not include five provinces. Military repression of these rebellions was violent and made possible only because the Regency had access to funds in addition to the regular tax revenues. Between 1838 and 1839 these resources were channelled to control revolts in Pará, Maranhão and Bahia. Despite these political events, the price of bonds remained quite stable, demonstrating the existence of important interests upholding the policy of national consolidation. Already since 1835 a rebellion was developing in Rio Grande do Sul, which gradually acquired a federalist and republican character. It was able to hold out against the central power until 1845.

In 1838 regional resistance to military interventions made recourse to a new foreign loan inevitable, while the domestic market required the market for government bonds, until then very much concentrated in Rio de Janeiro, to be extended to the other provinces of the Empire. A wide circulation of bonds would not only prevent hoarding, but also "bind the greatest possible number of citizens through the ties of private interest to the credit of the state debt" (*Relatório da Fazenda, Brasil* 1840: 14-15). This quote shows that there was a clear understanding of the political engagement and of the identity of interests which a market for public securities created. In this same year, the government began to issue Treasury bonds – a short term security – with which to solve momentarily its cash deficits and which would be covered by the anticipated revenues. On the political level, the regional uprisings, together with other popular disturbances, strengthened conservative conviction that it was necessary to recognize D. Pedro II as having come of age at 14, so that the image of the Emperor would contribute to the consolidation of a national identity.

A frustrated attempt to obtain a new foreign loan in 1840 forced the government to issue bonds, which in the two following years increased domestic debt by 50 percent. Domestic and foreign debts began to balance each other in the composition of the total public debt, even though in 1843 a new credit had

been granted in London. As the volume of bonds in circulation grew, so did the secondary market for these securities, making it more and more complex to process payment of interests on bonds which had changed hands repeatedly. The organization of the public bond brokers into a Stock Exchange in Rio de Janeiro was the direct result of the fact that they wished to guarantee their exclusive position as middlemen, while the government was interested in having a reliable source of information.

The economic expansion of the country did not reflect in its finances, which were almost always in deficit. A tariff reform became inevitable, even though it would affect interests traditionally identified with international trade. Increased export taxes (1836) provoked the discontent of the old sugar aristocracy, which feared losing its competitive strength in the international market. It had become imperative to do away with a free-trade policy, which taxed imports by only 15 percent, and to introduce a tariff system which would be governed by the criteria whether the item in question could be produced in Brazil and how important it was to the domestic market. By 1844, among the almost 3,000 categories of imported products, the majority was taxed by 30 percent, while some by 40, 50 and 60 percent, thus bringing some relief to the Treasury. There were violent protests from importers and from Great Britain, the main supplier, and some historians attribute the radicalization of British policy against the slave trade as retaliation against this decision.

3. Domestic Debt During the Prime of the Empire, 1850-1889

Brazilian historiography sees 1850 as the year of profound social transformations in the country. Indeed, from this moment on, D. Pedro II takes the reins of government through his *Po-*

*der Moderador*¹, the country is internally pacified, a Land Law and a Commercial Code are established, the prohibition of the slave trade announces the gradual demise of slavery, and both Brazilian diplomacy and the military turn to a policy of effective intervention in the River Plate Basin. In short, from various points of view it is clear that a transition has begun from a society based on inherited colonial slavery to one which is more modern and capitalist.

It is not appropriate in this context to analyze the reasons which led to the armed Brazilian interventions in Uruguay and Argentina against the governments of Oribe and Rosas, respectively. It is sufficient to be aware that the pacification of Rio Grande do Sul implied certain military engagements by the central power to guarantee its interests along the border; that steam shipping brought new perspectives of economic exploration of the Paraná, Paraguay and Uruguay rivers, and that free traffic on these waterways was fundamental for the economic exploitation of the Province of Mato Grosso, in Central Brazil. In the name of these principles, the Empire intervened in 1851 in Uruguay and in 1852 in Argentina, placing in power governments upheld by the Brazilian Army and Navy, which would guarantee free navigation in the River Plate Basin.

From the financial point of view, these military measures not only required a new loan in London, but also caused extraordinary expenses, covered by the issue of short term Treasury bonds whose circulation increased tremendously, compelling the Finance Ministry to convert the bonds into long-term securities – an operation which produced great profit for their buyers. At the same time, in order to protect the new Uruguayan government and to help the Argentine Province of Entre-Rios, an ally of Brazil against Rosas, Brazilian funds were lent to these regions. These capital movements (2,125 "contos de réis" or 253,000 pounds) originated a foreign credit, for which funds

1 Institution which empowered the Emperor, above the executive, judicial and legislative powers, to ratify resolutions, call Congress into extra session, commute sentences etc.

were quickly secured in the short-term market for Treasury notes.

During the last years of the 1850s the London market was quite favorable for Brazilian securities, which, next to the Russian, were the best priced. Taking advantage of this situation, new foreign loans were contracted, some of which were used to nationalize railroad companies in the years 1858, 1859, and 1860. During this same period, on the other hand, the volume of the bonds of the domestic debt in circulation remained stable. If an increase in their amount is found in 1861 and 1862, it is due to a law which allowed the exchange of railroad shares into six percent bonds – an operation popular with foreign shareholders, who would soon sell these titles to Brazilian investors.

In 1862 a diplomatic incident provoked by British sailors – who had recourse to their extraterritorial rights according to which British subjects were not subject to Brazilian laws – caused the Empire to suspend relations with Great Britain. These remained severed until 1865, when the outbreak of the Paraguayan War forced British diplomacy to renew official contacts with Brazil. Commercial relation, though, continued normally, and in 1863 and 1865 Brazil obtained new loans in London and Amsterdam – the latter already intended for purchasing arms for the war.

The long war against Paraguay (1865-70), in which Brazil took part on the side of Argentina and Uruguay, was, however, massively financed by domestic resources, through a considerable increase in taxes, through sales in the bond market and through the subscription in 1868 of a national loan of 30,000 contos-gold (2,190,000 pounds). Great efforts were made not only to expand the public debt market to all provinces, but also to indemnify and pay in bonds those slave-owners who freed their slaves for military service on the front. At the same time, the servicing of the foreign debt, the expenses incurred on the import of arms and the cost of the loans given to allied Republics in the River Plate – including, once the war was over, also

the new Paraguayan government – without the assistance of any new loans in sterling, forced the depreciation of the national currency.

The cost of the war effort (see Table 1) was calculated shortly afterwards at about 488,700,000 contos, equivalent to approximately 45 million pounds (*Relatório da Fazenda, Brasil* 1872: 12-16). In this estimate all the expenses of the military ministries were included as well as those incurred by the Ministry of Justice as a result of the mobilization of the Military Police and, most importantly, those of the Finance Ministry. Among these were included the foreign loan of 1865, those expenses resulting from the war which were borne by the Caixa de Amortização, payments to pensioners and losses brought about

Table 1: Cost of the Paraguayan War, 1865-1870

Ministry	1,000 Contos	1,000 £
War	272.7	25,120
Finance	127.7	11,760
Navy	59.8	5,510
Justice	0.4	40
Computed in 1871	28.1	2,580
Total	488.7	45,010

Source: *Relatório da Fazenda, Brasil* (1872: 12-16).

by the war to certain government credit operations. The financial losses of the war – the difference between real and nominal value of the foreign loan of 1865, those of the national loan of 1868 and those of various issues of the domestic debt, as well as exchange losses – were duly computed in these numbers.

The Foreign Office followed Brazilian imperial policy in the River Plate with many reservations, fearing that the conflict

would result in territorial gains which could affect the balance of power within the region. Only in 1871, after the war had ended, did Brazil obtain new loans in London. At that time the Finance Minister was of the view that the Treasury, "by attracting the available national funds, was effectively drawing these away from agriculture, commerce and industry, thus hampering the establishment of firms which needed credit to develop" (*Relatório da Fazenda, Brasil* 1871: 11). From that year onward the volume of bonds in circulation tended to stabilize, although, between 1872 and 1873, it became necessary to pay for the liquidation of the Companhia Docas do Porto do Rio de Janeiro, whose funds were all bought by banks in Rio de Janeiro and, to a lesser extent, in Bahia and Rio Grande do Sul. This solution was reached since it had become impossible to delay any further a commitment to reduce the tax levels that existed at the end of the war.

The railway building program then acquired priority because it had the effect of extending the land planted for export and also tended to foster the internal movement of goods and passengers. These investments extended to the planning, construction and extensions along the main axis of the Empire (the Pedro II Railway) and in Bahia and Pernambuco, the old North-Eastern centers, and in São Paulo and Rio Grande do Sul, which began to acquire a certain economic importance. In 1875, at the time when these investments were considered imperative, the Rio de Janeiro market was shaken by a bank crisis which destroyed any hope of funding the venture domestically. On the other hand, the structure of the foreign capital market was not suited to loans in parts, such as required for investments of this nature. The government thus contracted a large loan, much above immediate needs for railroad expansion. At the moment of signing the contract the quotation of Brazilian loans was quite favorable, but quite soon the London market became restless and indecisive, which during the following year resulted in wide fluctuations in the quotation of

the new issue. Such risks were a contributory factor to the foreign market being considered a last resort.

Clear evidence of how the government was turning to domestic credit sources is the increase between 1876 and 1879 of 27 percent, that is, an average of 6.1 percent per annum. Through various contracts, at first with Banco do Brasil, then later with other private banks and bankers, the government exchanged short-term Treasury bills for bonds of the public debt of undetermined maturity, thus being able to consolidate its floating debt. These operations were not sufficient, however, to cover the losses caused by three successive years of drought in the North-East. To cope with these requirements, a new national loan was issued in 1878 to the amount of 50,000 contos (about 4.9 million pounds), which was subscribed in the more important provinces.

During the vote on the 1883-84 budget, it became clear that large amounts of money were needed to guarantee the interest payments to railway companies, to subsidize shipping companies, to finance schemes for the introduction of steam energy in the sugar mills, to carry out infrastructural works for the port of Rio de Janeiro, and to effect a new consolidation of the floating debt and update the service of the public debt. The expenditure was to be met both in the national currency and in sterling. To resort exclusively to foreign markets was bound to result in foreseeable losses. To carry out the operation entirely at home meant that the government would effect sizable purchases in the exchange market, thus reducing rates. Given these restrictions, the loan of 1883 was authorized on condition that it be used solely for foreign currency expenses.

In 1884, a proposal of the Finance Minister for the conversion of the domestic debt was approved. This was a delicate transaction, involving, besides the interests of banks and other large institutions, those of the great "rentiers" who were solidly represented in the Parliament. The proposal proved to be straightforward. The conversion would be effected through the creation of a new loan at a lower interest rate and the previous

loan would be cancelled. The force of the argument resided in the fact that the bonds were being quoted on the market above par, thus the six percent rate calculated on the nominal value of the title actually paid less than that on invested capitals. Many believed that the measure would not be followed through in view of the strong opposition. But in 1886 it was carried out, along with a foreign loan of six million pound sterling, which guaranteed the consolidation of the floating debt, and another of 50,000 contos at five percent. These two loans together made the conversion feasible: the first supplying funds to redeem bonds whose holders did not accept the conversion, the second demonstrating that there was a market for bonds at that level of capital return.

The last cabinet of the Empire (June-November 1889) implemented a thorough monetary reform, which recognized the right of issue by non-governmental banks on gold reserves, since for the first time in many years the exchange rate reached par level. The abolition of slavery, enacted the previous year, had forced the Monarchy to support its political base, the former slave-owners. A foreign loan was obtained in 1888 and a national loan issued in 1889, the intent of which was to finance agriculture in the hope that this would provide compensation for the slave-owners. This proposal was not approved by Parliament, which considered that they had been more than compensated by years of unpaid compulsory labor. The national loan was then put to finance under very favorable terms agricultural credit operations through Bancos de Auxilio à Lavoura. These operations resulted in an unusual volume of transactions on the Stock Exchange in the shares of issuing banks and of those financing agriculture. In this climate of financial euphoria, the Republic was proclaimed.

4. Domestic Public Debt During the First Years of the Republic, 1889-1914

The monetary and banking reform of the interim republican government extended into various financial areas. Of these, those which are of greatest relevance to us are the attempt to convert the debt from five percent paper to four percent gold and the transformation of the national loan of 1889 into reserves for bank issues.

Table 2: Holders of Brazilian Government Bonds in 1890

Coverage of 5 % bonds in circulation	100.0 %
Coverage of total domestic debt in circulation	85.6 %
Individuals	68.8 %
Minors	10.3 %
Banks	9.7 %
Religious institutions	6.2 %
Firms	3.5 %
Government agencies	0.9 %
State and municipal legislative bodies	0.1 %
Holders unknown (in Amazonas, Goiás and Mato Grosso)	0.5 %
Regional distribution, by States	
Rio de Janeiro	87.1 %
Bahia	5.8 %
Pernambuco	1.5 %
São Paulo	1.2 %
Maranhão	1.1 %
Others	3.3 %

Source: *Relatório da Fazenda, Brasil* (1891).

The conversion of the debt and the reduction of the interest rate would become possible by requiring that the payment of import taxes should be made in gold, thus enabling the state to pay the lower rate with gold-based funds. The holder would be

compensated for the one percent difference by the stability of the currency he received. As is common in a change of regime, the republic severely criticized the Monarchy's neglect in not providing for the amortization of the domestic public debt. The first republican Finance Minister thought that only "retired" funds could be placed in bonds of the public debt, that "to pay high rates to this type of bonds diverts private capitals from industry, encourages the indolence of those who live as parasites of the state and, contributing to an increase in the general rate of money in the market, increases the cost of production, reducing salaries or exaggerating prices" (*Relatório da Fazenda, Brasil* 1891: 120; see Table 2).

The new regime suspended the loans made with funds from the national loan to Bancos de Auxilio à Lavoura, which, being politically identified with bank issues, were based on reserves constituted half by gold and half by titles from this loan. This would bring credit to the urban activities closer to the republican movement. The military movement which led to the proclamation of the Republic prevented those banks, identified with the previous regime, from maintaining their issues in circulation, and soon these banks called in their issues. Reacting to this, the Finance Minister found other bankers and guaranteed in part with titles of the public debt the issue of bank paper currency, thus conferring on these issues the confidence usually given to Treasury notes. In return, the following requirements were made: (a) at the outset of the operation a reduction by two percent in the interest rate of bonds, plus a further half percent reduction every year, until the full cancellation of all interest; (b) the bonds would not be allowed to be resold; and (c) a fund to be created with ten percent of the profits to repurchase the capital invested in the bonds. This transaction both freed the government from defraying part of the interest payment on the bonds and established the gradual cancellation of this debt within a certain time span. The bonds of the loan of 1889 were thus withdrawn from circulation and deposited with the Treasury as reserve for bank issues.

The first years of the Republic were shaken by political movements of discontent. Besides Monarchist reaction in the South of the country, there were also divisions in the armed forces, with the Navy opposing the Army. Military expenditure grew considerably to finance increased pay and troop movements. Political instability was reflected in the lack of confidence in the financial system and in the constant resort to paper money issues, which, in turn, expressed itself in panic on the Stock Exchange and the depreciation of the currency. Brazilian society was at the time undergoing profound transformations which were provoked by the inflow of immigrants and the growing use of paid labor, which required an increase in funds in circulation. The poor performance of the currency, which was due to inflation, frustrated the conversion of the debt. To pay four percent gold represented an increasing burden on the Treasury, not the least because in 1891 the gold-based tax on imports was suspended. For this reason the government was authorized to pay the gold-related interest on national loans in the domestic currency at the current exchange rates.

The alliance of the Navy with the Monarchists of Rio Grande do Sul in 1893 spread the rebel movement to Santa Catarina and Paraná. Both sides were guilty of massacres, with 10,000 soldiers losing their lives. In reaction, the government did not hesitate to employ part of the funds deposited as bank reserves in the Treasury. The issuing banks which found themselves in difficulties were quick in requesting new credits from the government, with the reserves as guarantee. Exchange speculation in the futures market led by the foreign banks reached a peak, with the government unable to control it. The division of the armed forces also made it possible for the republican civilians to win the elections.

With a conservative government in power which, led by the Paulista coffee planters, was enjoying great confidence by both the domestic and the international financial communities, it was possible to obtain in 1895 a new domestic issue of 100,000 contos (4.2 million pounds) at 5 percent as a means of demon-

strating the national creditworthiness of the new government. The Finance Minister decided to redeem the mass of bank paper money in circulation and to hand back control over issues to the Treasury. This required the conversion of the bonds held as reserves.² Exports, which had been until then weakened by the fall in coffee prices, resurged thanks to a new product – rubber – which returned to the international market the confidence that Brasil was once again creditworthy. A new loan of two million pounds sterling was granted in London to allow the servicing of the foreign debt. In fact, it was impossible for the government to buy exchange drafts in a highly speculative market without provoking strong waves.

The South of the country had not yet been fully pacified, when in the North-East, for the first time in the history of Brazil, the poverty-stricken peasants erupted in revolt. In the religious settlement of Canudos, in the hinterland of Bahia, a huge messianic movement organized itself under the leadership of Antônio Conselheiro, which first challenged the local élites, and then the Army itself. Another national loan became necessary, but, having been floated at five percent, it only found takers at six percent.³ Between 1896 and 1897 four military expeditions were launched to quell peasant resistance and finally consolidate the Republic.

Measures of monetary discipline could not be taken before 1898 and then they turned out to be truly drastic, with the imposition of a moratorium on the foreign debt and the conversion of the domestic debt with interest in gold. In London the Brazilian government accepted all demands of the creditors. During the suspension of the debt service a gold fund was to be established with London banking houses, and the Rio de Janeiro customs income and other revenues would be held as surety. Paper money would be withdrawn from circulation in

2 The domestic loan was only registered in 1897.

3 While in the reports of the Finance Ministry the rate is given as five percent, the Caixa de Amortização registers it as six percent. It was only in 1902 that both reports agree on six percent.

proportion to the issues from the funding loan, and half of the import taxes would be assessed in gold. From this moment on, all official accounting would be recorded both in gold and in paper. Domestically the national loans of 1868 and 1879 and the four percent gold bonds were reconverted to five percent paper. Bonds were standardized since it had become impossible to substitute any lost or damaged ones and also because the Republic rejected all memories of the old-regime and a new contract had come into force. The market then offered five percent bonds, called "general bonds," and from 1897 onward others at six percent. The remainder, which paid gold interest, were in the process of liquidation. Although established by law as early as 1848, it was only then that an Amortization Fund for domestic loans was created.

After a banking crisis in 1900 which had been provoked by deflation, the economy came into full swing. Various railway companies were nationalized by means of "Rescission Bonds" floated in the international market, thus freeing the Treasury from the undertaking of a profit guarantee of twelve percent per annum. Two transactions well exemplify this period: the purchase of Acre from Bolivia and the urban reform in Rio de Janeiro. Rubber production promoted a migratory flow into the Amazon forest of Northerners who had been driven from their land by drought and the system of the latifundia. A border dispute arose when the Bolivian Syndicate was formed and protested against the presence of Brazilians within the territory of their concession. The diplomatic solution rested on the principle of *uti possidetis ita possideatis* and was facilitated by the payment of two million pounds sterling to the holders of the concession in return for Acre's attachment to Brazil. Rio de Janeiro, gateway to the country, was remodelled and modernized, transforming a colonial town into an art nouveau tropical capital. The modernizing thrust cut wide avenues with electric lighting and built a port ready to receive deep draft ships. To regularize Acre's situation, Brazil was authorized to avail itself of part of the issue of special bonds from the 1903 loan at five

percent paper for 17,300 contos (860,000 pounds), and by two foreign loans – 8.5 million pounds in 1903-05, and 4.5 million in 1911.

The appreciation of the domestic currency, however, hurt coffee exporters, whose over-production had forced international prices down. In 1906 the government intervened both in the coffee and in the exchange markets. With a three million pound loan to the State of São Paulo it effected a policy of stockpiling, thus raising the price of coffee. As to the currency market, it established the Caixa de Conversão for coffee bills, at the rate of 15 d. per milreis. This coincided with the expansion of the international capital market, which sought opportunities to invest in the country, mainly in public service companies, banks and insurance companies. The foreign debt grew during these years to supply funds for the modernization of the infrastructure and for transport projects. The domestic debt grew in 1909 due to the expansion of the railways.

During the period preceding the crisis in the international capital market which took place on the eve of the First World War, new funds were entering Brazil at a considerable rate, consisting of loans to the federal state and municipal governments as well as to private companies. From 1907 to 1911 British placements alone, for which comprehensive data are available, reached 116.2 million pounds (*Relatório da Fazenda, Brasil* 1912: 201, 207). Prices for almost all Brazilian loans on the London market and for public bonds on the Rio de Janeiro Stock Exchange were quoted above par. Expenses to guarantee coffee stock piles were more than compensated for by the maintenance of the domestic level of earnings. The loss of the rubber market, coffee over-production and the rising volume of the foreign and domestic debt were all symptoms of the imminent crisis, but apparently did not cause concern to those in power, who were always optimistic about future developments.

5. Conclusions

Brazilian public debt can be attributed during its first phase to military expenses beginning with the War of Independence, followed by the formation of a national state and the struggle for hegemony in the River Plate Basin, centering on the Paraguayan War in 1864-1870. From then on the cost of the debt service was the main burden on the budget, except for the period of conflict between the Army and the Navy and, immediately afterwards, the suppression of the peasant revolt in the hinterland of the North-East.

After these turmoils the budget covered both the efforts to modernize public services and the payment of interest and amortization of previous debts incurred by military expenses.

Until 1860, that is, during the consolidation of the Empire, the financing through public debt – both domestic and foreign – kept within a stable limit, never exceeding much more than 30 percent of fiscal revenue. After the war against Paraguay this situation was drastically changed, requiring the first conversion of the domestic debt in 1886 and the negotiation of a funding loan for the foreign debt in 1898. The expansion of the capital market from then on opened up further foreign sources of funds, with the public debt financing becoming once again stable, never exceeding more than 25 percent of current incomes.

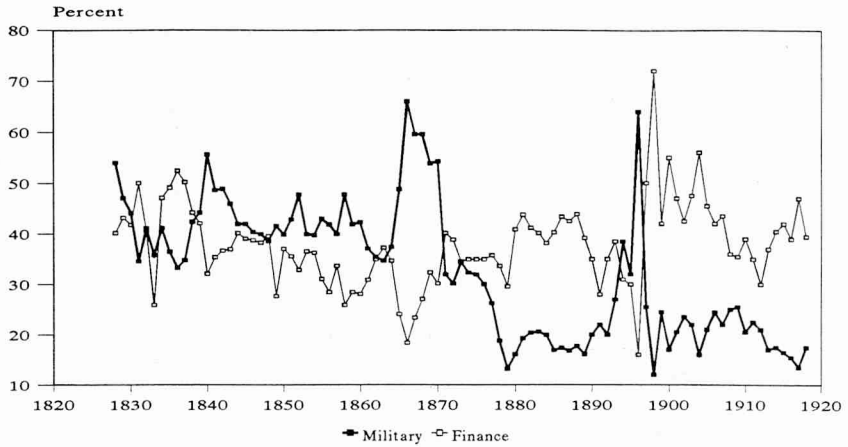
The service of the domestic debt is much more systematic than that of the foreign debt. Since foreign debt maturities are fixed, while domestic titles are open-ended, the government can delay over long periods the payment of amortizations on domestic loans, but must resort to new foreign loans to pay off old ones.

The purpose of this detailed annual survey is to show how debt financing was a constant issue since independence. From the 1840s onwards the domestic market acquired an unquestionable importance, becoming even dominant between 1865

and 1890. When foreign financing takes the lead, this coincided with a deliberate thrust towards Latin American markets by foreign investors.

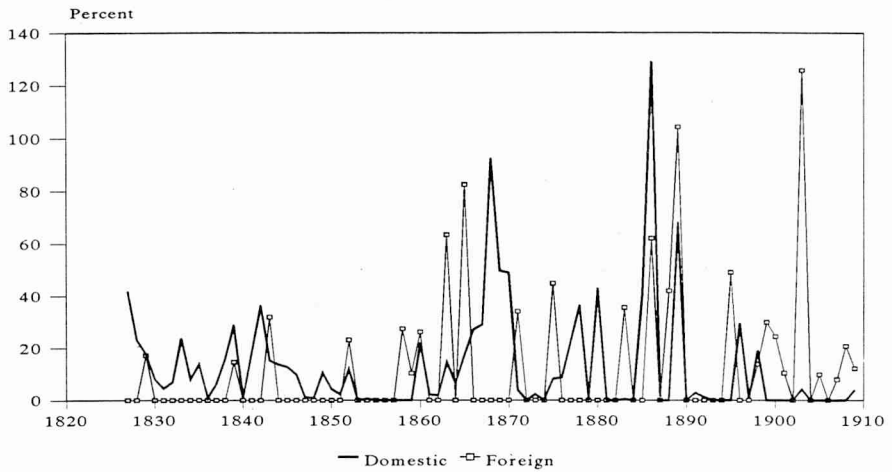
Another aspect which should be emphasized are the three renegotiations of the domestic debt. The first, in 1886, and the last, in 1898, after initial reactions, was quickly followed by the acceptance of the new rules. The second, which was proposed under volatile political conditions, turned out to be impracticable. This was not due to the reluctance of the market, but because the government was unable to maintain its terms. Especially in the light of the arguments employed by the ministers responsible, all three do, however, provide interesting food for thought for the present situation.

Figure 1: Brazil - Military and Finance Expenses as Percentage of Total Expenses, 1828-1918



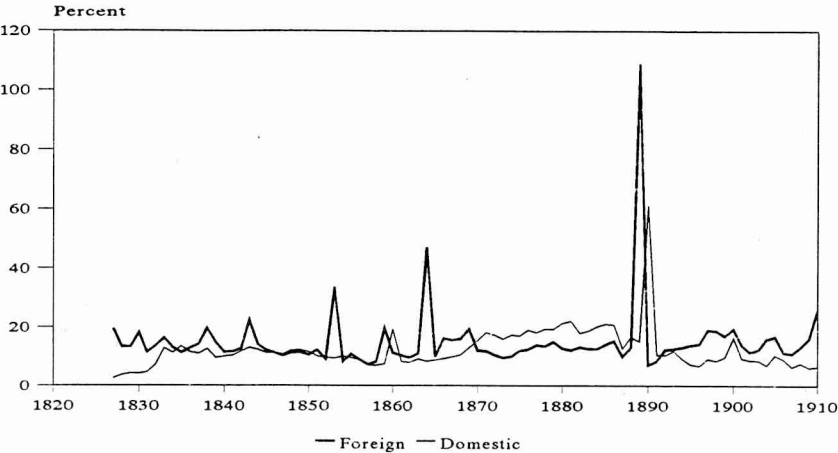
Sources: Relatório da Fazenda, Brasil (1828-1919).

Figure 2: Brazil - Government Debt Resources as Percentage of Fiscal Revenue, 1827-1910



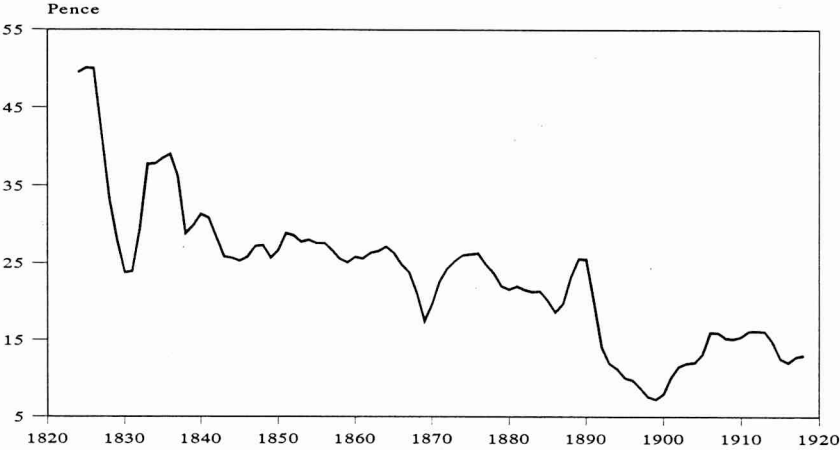
Source: Table 10.

Figure 3: Brazil - Government Debt Service as Percentage of Fiscal Revenue, 1827-1910



Sources: Tables 10 and 11.

Figure 4: Brazil - Exchange Rate for Fiscal Year, 1824-1918 (Pence per Milreis)



Source: Table 12.

Notes concerning the Tables 3-9:

- a For the first year of each loan, interest was the initial balance *por rata* since the date of the loan.
- b In thousands of pound sterling.
- c Average discount on amortization. Actual discounts were obtained, when available, or estimated from the years available (loans no. 3, 5, 8, 10-18). The average discount of the other loans (no. 1, 2, 4, 6, 7, 9) were estimated from the average of various loans.
- d "Term" signifies the number of the years with positive debt balance. For loans 15, 17 and 18, Table 4 reports the years until 1889 and Table 5 the full term.
- e "Average Annual Debt". The average of the annual balances for each loan during the full term of the loan. For loans 15, 17 and 18, Table 4 states the average up to 1889 and Table 5 for the full term.
- f "Total Estimated Interest" or sum of the annual estimated interests. After the first year of each loan the annual interest was the interest on the average between the previous and the current balance, *pro rata temporis*. For loans 15, 17 and 18, Table 4 adds up the interests up to 1889 and Table 5 for the full term.
- g "Funds Imported" indicates the amount obtained by each loan, discounted for its type.
- h "Funds Exported" include the amount of amortizations, discounted as described in note c, plus 0.3 percent commission on amortization payments as well as the total estimated interest plus one percent commission on interest payments.
- i "Export Balance" indicates the funds exported minus the funds imported for each loan.
- j The "Total Annual Debt" comprises all annual balances of each loan.
- k "Amortization" includes the annual amortization payments for the different loans or the difference between the previous and the current debt.
- l The "Transfer Balance" states the result of imported funds minus exported funds.
- m "Increase in Debt" totals all new loans.

Tables 8 and 9: "Iss.": issue or amount issued since the last fiscal year. "Am.": amortization or amount amortized since last period, "Circ.": circulation or total issues minus total amortization until that date. "Con.": conversion. "Dep.": deposit. "Year" indicates the end of the fiscal year. "Rec.": reconversion.

Sources: For annual balances outstanding, see Bouças (1950). For general descriptions of the loans, see Bouças (1950) and *Séries Estatísticas, Brasil* (1986: 133). For amortization discounts, see *Relatório da Fazenda, Brasil* (1823-1919). Tables 8 and 9: *Relatório da Fazenda, Brasil* (1827-1919). A fire in the Caixa de Amortização in 1913 made the publication of that year's Relatório impossible. Collecting data for the period 1911-1914 was therefore prevented.

Table 3: Brazil – Foreign Debt by Loan, Year-End Balances, 1824-1870 (Thousands of Pound Sterling)

Loan No.	1+2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Date	8+9/24	29/8/25	3/7/29	5/2/39	18/2/43	27/7/52	19/5/58	23/2/59	16/3/60	7/10/63	12/9/65
Interest (%) ^a	5	5	5	5	5	4.5	4.5	5	4.5	4.5	5
Amount ^b	3,686.2	1,400	769.2	411.2	732.6	1,040.6	1,526.5	508	1,373	3,855.3	6,963.6
Currency	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£
Type (%)	81.383	100	52	76	85	95	95.5	100	90	88	74
Am. Dsc. (%) ^c	85.3	100	85.3	99.664	85.3	85.3	89.07	85.3	85.832	89.65	100
1824	1,333.3										
1825	3,686.2	1,400.0									
1826	3,686.2	1,350.0									
1827	3,566.2	1,300.0									
1828	3,506.2	1,300.0									
1829	3,450.0	1,300.0	769.2								
1830	3,393.5	1,300.0	638.2								
1831	3,393.5	1,300.0	638.2								
1832	3,393.5	1,300.0	638.2								
1833	3,393.5	1,300.0	638.2								
1834	3,393.5	1,300.0	638.2								
1835	3,393.5	1,300.0	638.2								
1836	3,393.5	1,275.0	638.2								
1837	3,393.5	1,225.0	638.2								
1838	3,393.5	1,175.0	638.2								
1839	3,393.5	1,137.5	638.2	411.2							
1840	3,393.5	1,137.5	638.2	411.2							
1841	3,393.5	1,137.5	638.2	411.2							
1842	3,393.5	1,137.5	638.2	411.2							
1843	3,393.5	1,011.6	638.2	411.2	732.6						
1844	3,393.5	1,011.6	638.2	411.2	732.6						
1845	3,393.5	1,011.6	638.2	411.2	732.6						
1846	3,393.5	1,011.6	638.2	411.2	732.6						
1847	3,393.5	1,011.6	638.2	411.2	732.6						
1848	3,393.5	1,011.6	638.2	411.2	732.6						

Table 3 (Cont.)

Loan No.	1+2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Date	8+9/24	29/8/25	3/7/29	5/2/39	18/2/43	27/7/52	19/5/58	23/2/59	16/3/60	7/10/63	12/9/65
Interest (%) ^a	5	5	5	5	5	4.5	4.5	5	4.5	4.5	5
Amount ^b	3,686.2	1,400	769.2	411.2	732.6	1,040.6	1,526.5	508	1,373	3,855.3	6,963.6
Currency	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£
Type (%)	81.383	100	52	76	85	95	95.5	100	90	88	74
Am. Dsc. (%) ^c	85.3	100	85.3	99.664	85.3	85.3	89.07	85.3	85.832	89.65	100
1849	3,393.5	1,011.6	638.2	411.2	732.6						
1850	3,393.5	1,007.1	638.2	411.2	732.6						
1851	3,268.6	969.3	638.2	401.2	732.6						
1852	3,265.3	954.3	613.0	396.1	709.8	1,040.6					
1853	3,173.0		597.5	391.2	674.9	1,035.1					
1854	3,133.2		591.5	391.2	673.2	1,035.1					
1855	3,026.5		564.0	379.5	654.8	1,011.1					
1856	2,956.0		546.0	373.8	618.2	999.1					
1857	2,882.5		527.5	367.8	581.6	986.1					
1858	2,805.5		508.0	361.5	545.0	972.9	1,526.5	459.5			
1859	2,724.6			354.9	508.4	958.2	1,478.0	452.0	1,360.1		
1860	2,639.7			348.0	471.8	942.1	1,441.3	444.2	1,333.5		
1861	2,550.0			340.8	435.2	925.1	1,402.7	435.9	1,307.2		
1862	2,450.9			333.2	398.6	908.4	1,364.8	427.2	1,278.6	3,855.3	
1863	2,358.6			325.2	362.0	890.0	1,323.3	418.1	1,247.1	3,817.5	
1864				316.8		869.9	1,277.7	408.4	1,209.0	3,778.1	6,963.6
1865				307.8		845.6	1,222.7	397.6	1,163.0	3,622.8	6,963.6
1866				298.2		816.2	1,156.1	386.0	1,116.2	3,506.4	6,893.2
1867				288.2		787.3	1,091.3	374.0	1,066.2	3,380.3	6,819.1
1868				277.9		757.1	1,022.7	361.8	1,014.8	3,264.8	6,741.2
1869						727.0	954.7	348.6	968.7	3,151.2	6,659.5
1870						699.8	892.9				

Table 4: Brazil – Foreign Debt by Loan, Year-End Balances, 1871-1889 (Thousands of Pound Sterling)

Loan No.	1+2	3	4	5	6	7	8	9	10
Date	1824	1825	1829	1839	1843	27/7/52	19/5/58	23/2/59	16/3/60
Interest (%) ^a	5	5	5	5	5	4.5	4.5	5	4.5
Amount ^b	3,686.2	1,400	769.2	411.2	732.6	1,040.6	1,526.5	508	1,373
Currency	£	£	£	£	£	£	£	£	£
Type (%)	81.383	100	52	76	85	95	95.5	100	90
Am. Dsc. (%) ^c	85.3	100	85.3	99.664	85.3	85.3	89.07	85.3	85.832
1871						671.9	830.1	335.2	919.7
1872						642.6	763.8	321.3	872.2
1873						613.1	696.9	306.8	824.3
1874						582.7	628.2	291.6	774.3
1875						551.2	556.8	275.9	721.3
1876						518.2	509.9	259.3	665.2
1877						483.7	424.4	241.7	606.5
1878						447.5	317.2	223.3	546.0
1879						425.8	279.1	494.4	420.0
1880						390.3	198.7		355.2
1881						330.4	64.3		286.0
1882									213.6
1883									137.9
1884									58.8
1885									
1886									
1887									
1888									
1889									
Term (Years) ^d	40	28	30	30	21	30	24	20	26
Av. An. Debt ^e	3193	1267	625	373	630	762	893	358	806
Ttl. Est. Int. ^f	6392	1634	938	559	661	1029	964	358	903
Funds Imp. ^g	3,000	1,400	400	313	623	989	1,458	508	1,236
Funds Exp. ^h	9,610	3,055	1,605	976	1,295	1,929	2,337	797	2,135
Exp. Balance ⁱ	6,610	1,655	1,205	664	672	941	880	289	899

Table 4 (Cont.)

Loan No.	11	12	13	14	15	16	17	18
Date	7/10/63	12/9/65	23/2/71	18/1/75	22/1/83	26/2/86	28/6/88	30/9/89
Interest (%) ^a	4.5	5	5	5	4.5	5	4.5	4
Amount ^b	3,855.3	6,963.6	3,459.6	5,301.2	4,599.6	6,431	6,297.3	19,837
Currency	£	£	£	£	£	£	£	£
Type (%)	88	74	89	96.5	89	95	97	90
Am. Dsc. (%) ^c	89.65	100	96.375	95.957	87.863	99.882	69	100
1871	3,035.7	6,573.6	3,459.6					
1872	2,919.9	6,483.3	3,459.6					
1873	2,800.4	6,388.5	3,423.2					
1874	2,678.9	6,288.9	3,385.4					
1875	2,550.8	6,184.2	3,346.2	5,301.2				
1876	2,407.4	6,074.4	3,301.4	5,301.2				
1877	2,258.7	5,959.0	3,255.0	5,272.4				
1878	2,110.6	5,837.1	3,205.5	5,211.3				
1879	1,948.0	5,709.0	3,151.8	5,145.4				
1880	1,791.1	5,575.9	3,008.3	5,079.5				
1881	1,628.4	5,435.1	3,043.9	5,013.3				
1882	1,496.5	5,287.2	2,988.0	4,944.8				
1883	1,290.3	5,131.9	2,928.7	4,872.4	4,599.6			
1884	1,108.4	4,968.6	2,865.8	4,795.4	4,543.8			
1885	974.6	4,797.1	2,797.8	4,713.3	4,485.8			
1886	722.2	4,616.9	2,728.3	4,627.7	4,427.8	6,431.0		
1887	515.3	4,427.6	2,655.9	4,584.1	4,369.9	6,398.9		
1888	299.0	4,228.7	2,618.5	4,448.6	4,310.3	6,365.9	6,297.3	
1889					4,248.6		6,265.9	19,837.0
Term (Years) ^d	26	24	18	14	7	3	2	1
Av. An. Debt ^e	2,343	5,875	3,090	4,951	4,427	6,399	6,282	19,837
Ttl. Est. Int. ^f	2,741	7,050	2,781	3,466	1,383	960	424	198
Funds Imp. ^g	3,393	5,153	3,079	5,116	4,094	6,109	6,108	17,853
Funds Exp. ^h	6,235	14,105	6,153	8,602	5,424	7,383	424	198
Exp. Balance ⁱ	2,842	8,952	3,074	3,487	1,331	1,274	-5,684	-17,655

Table 5: Brazil - Foreign Debt by Loan, Year-End Balances, 1890-1914 (Thousands of Pound Sterling)

Loan No.	15	17	18	19	20	21	22	23	24
Date	22/1/83	28/6/88	30/9/89	17/7/95	FL/98	RB/1901	MG/93	RJ/03	SP/07
Interest (%) ^a	4.5	4.5	4	5	5	4	5	5	5
Amount ^b	4,599.6	6,297.3	19,837	7,442	8,613.72	16,619.3	3,388.1	8,500	3,000
Currency	£	£	£	£	£	£	£	£	£
Type (%)	89	97	90	85	100	100	80	100	95
Am. Dsc. (%) ^c	87.863	69	100	99.664	85.3	85.3	89.07	85.3	85.832
1890	4,179	6,195	19,778						
1891	4,086	6,106	19,651						
1892	3,986	5,992	19,472						
1893	3,872	5,884	19,305						
1894	3,765	5,769	19,122						
1895	3,653	5,660	18,952	7,442					
1896	3,528	5,535	18,756	7,442					
1897	3,382	5,393	18,533	7,389					
1898	3,292	5,299	18,388	7,332	1,421				
1899	3,292	5,299	18,388	7,332	4,329				
1900	3,267	4,823	18,388	7,332	7,198				
1901	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614				
1902	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614	14,440	3,388	8,500	
1903	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614	14,052	3,388	8,500	
1904	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614	15,650	3,388	8,500	
1905	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614	15,509	3,388	8,500	
1906	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614	14,822	3,388	8,500	3,000
1907	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614	14,632	3,388	8,500	2,865
1908	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614	14,256	3,388	8,370	2,730
1909	3,267	4,823	18,388	7,332	8,614	13,996	3,388	8,235	2,595
1910	3,158	4,691	18,211	7,251	8,614	13,775	3,388	8,092	2,460
1911	3,045	4,553	18,021	7,166	8,592	13,775	3,388	8,000	2,325
1912	2,901	4,403	17,821	7,006	8,542	13,373	3,388	7,783	2,190
1913	2,790	4,258	17,600	6,979	8,500	13,143	3,388	7,698	2,055
1914	2,713	4,173	17,468	6,926	8,425	12,935	3,388	7,698	2,055
Term (Years) ^d	32.0	27.0	26.0	20.0	17.0	12.0	7.0	12.0	8.0
Av. An. Debt ^e	3,603	5,185	18,584	7,279	7,832	14,215	3,388	8,265	2,528
Ttl. Est. Int. ^f	4,971	5,828	16,962	6,826	6,324	6,186	1,002	4,489	872
Funds Imp. ^g	4,094	6,108	17,853	6,326	8,614	16,619	2,710	8,500	2,850
Funds Exp. ^h	6,913	8,017	19,507	7,412	6,576	9,942	4,410	5,338	1,828
Exp. Balance ⁱ	2,820	1,909	1,654	1,087	-2,037	-6,677	1,700	-3,162	-1,022

Table 5 (Cont.)

Loan No.	25	26	27	28	29	30	31	22	33	34
Date	22/7/08	EF 08/9	REC/09	CONV/10	EF/10	RJ/11	VC/11	VB/11	LB/10	1913
Interest, (%) ^a	5	5	5	4	4	4	4	4	4	5
Amount ^b	4,000	3,964	1,587	10,000	3,964	4,500	2,400	2,380	1,276.3	11,000
Currency	£	Fr 100 M	Fr 40 M	£	Fr 100 M	£	£	Fr 60 M	£	£
Type (%)	96	100	95.25	87.5	78.83	92	83	83	90	97
Am. Dsc. (%) ^c	89.65	100	96.375	95.957	87.863	99.882	69	100		
1890										
1891										
1892										
1893										
1894										
1895										
1896										
1897										
1898										
1899										
1900										
1901										
1902										
1903										
1904										
1905										
1906										
1907										
1908	4,000	1,982	1,587							
1909	3,682	3,964	1,587							
1910	3,176	3,964	1,587	10,000	3,964					
1911	2,818	3,964	1,587	9,941	3,964	4,500	2,400	2,380		
1912	2,801	3,964	1,587	9,901	3,964	4,476	2,400	2,380		
1913	2,045	3,926	1,587	9,808	3,918	4,276	2,400	2,380	1,276	11,000
1914	1,839	3,916	1,587	9,768	3,903	4,043	2,400	2,380	1,211	11,000
Term (Years) ^d	7.0	7.0	6.0	5.0	5.0	4.0	4.0	4.0	2.0	2.0
Av. An. Debt ^e	2,909	3,669	1,587	9,884	3,943	4,324	2,400	2,380	1,243	11,000
Ttl. Est. Int. ^f	860	1,120	391	1,559	622	513	284	281	98	1,084
Funds Imp. ^g	3,840	3,964	1,512	8,750	3,125	4,140	1,992	1,975	1,149	10,670
Funds Exp. ^h	3,035	1,180	395	1,807	690	977	287	284	165	1,095
Exp. Balance ⁱ	- 805	- 2,784	- 1,117	- 6,943	- 2,435	- 3,163	- 1,705	- 1,691	- 984	- 9,375

Table 6: Brazil – Foreign Debt, Aggregates, 1824-1870 (Thousands of Pound Sterling)

Year	Annual Amounts					Accumulated Totals since 1824					
	Total Debt ^j	Increase in Debt	Imported Funds	Amorti- zation ^k	Interest Payments	Transfer Balance ^l	Increase in Debt ^m	Imported Funds	Amorti- zation ^k	Interest Payments	Transfer Balance
1824	1,333	1,333	1,000	0	22	978	1,333	1,000	0	22	978
1825	5,086	3,753	3,400	0	119	3,280	5,086	4,400	0	141	4,257
1826	5,036	-	-	50	253	-306	5,086	4,400	50	395	3,951
1827	4,866	-	-	152	249	-405	5,086	4,400	202	644	3,546
1828	4,806	-	-	51	243	-296	5,086	4,400	254	887	3,250
1829	5,519	769	400	48	259	90	5,855	4,800	301	1,146	3,340
1830	5,332	-	-	160	272	-435	5,855	4,800	461	1,418	2,905
1831	5,332	-	-	0	267	-269	5,855	4,800	461	1,684	2,367
1832	5,332	-	-	0	267	-269	5,855	4,800	461	1,951	2,636
1833	5,332	-	-	0	267	-269	5,855	4,800	461	2,217	2,097
1834	5,332	-	-	0	267	-269	5,855	4,800	461	2,484	1,828
1835	5,332	-	-	0	267	-269	5,855	4,800	461	2,751	1,559
1836	5,307	-	-	25	266	-294	5,855	4,800	486	3,017	1,265
1837	5,257	-	-	50	265	-317	5,855	4,800	536	3,281	948
1838	5,207	-	-	50	262	-315	5,855	4,800	586	3,543	633
1839	5,580	411	313	38	279	-7	6,267	5,112	624	3,822	626
1840	5,580	-	-	0	279	-282	6,267	5,112	624	4,101	345
1841	5,580	-	-	0	279	-282	6,267	5,112	624	4,380	63
1842	5,580	-	-	0	279	-282	6,267	5,112	624	4,659	-219
1843	6,187	733	623	126	309	184	6,999	5,735	750	4,968	-34
1844	6,187	-	-	0	309	-312	6,999	5,735	750	5,277	-347

Table 6 (Cont.)

Year	Annual Amounts					Accumulated Totals since 1824					
	Total Debt ¹	Increase in Debt	Imported Funds	Amortization ^k	Interest Payments	Transfer Balance ^l	Increase in Debt ^m	Imported Funds	Amortization ^k	Interest Payments	Transfer Balance
1845	6,187	-	-	0	309	-312	6,999	5,735	750	5,587	-659
1846	6,187	-	-	0	309	-312	6,999	5,735	750	5,896	-972
1847	6,187	-	-	0	309	-312	6,999	5,735	750	6,205	-1,284
1848	6,187	-	-	0	309	-312	6,999	5,735	750	6,515	-1,597
1849	6,187	-	-	0	309	-312	6,999	5,735	750	6,824	-1,909
1850	6,183	-	-	5	309	-317	6,999	5,735	754	7,133	-2,226
1851	6,010	-	-	154	306	-464	6,999	5,735	909	7,440	-2,690
1852	6,979	1,041	989	64	318	603	8,040	6,724	973	7,758	-2,087
1853	5,872	-	-	1,086	325	-1,417	8,040	6,724	2,058	8,082	-3,504
1854	5,824	-	-	41	288	-331	8,040	6,724	2,099	8,370	-3,835
1855	5,636	-	-	162	282	-448	8,040	6,724	2,261	8,652	-4,283
1856	5,493	-	-	123	273	-399	8,040	6,724	2,384	8,926	-4,682
1857	5,346	-	-	127	266	-396	8,040	6,724	2,510	9,192	-5,078
1858	6,719	1,527	1,458	131	301	1,022	9,566	8,182	2,641	9,493	-4,056
1859	6,484	460	508	637	326	705	10,026	8,690	3,279	9,819	-4,516
1860	7,655	1,360	1,236	174	352	705	11,386	9,925	3,453	10,171	-3,811
1861	7,432	-	-	193	358	-556	11,386	9,925	3,646	10,530	-4,367
1862	7,199	-	-	201	347	-553	11,386	9,925	3,847	10,877	-4,919
1863	10,820	3,855	3,393	203	376	2,810	15,241	13,318	4,050	11,253	-2,110
1864	7,947	-	-	2,455	455	-2,923	15,241	13,318	6,505	11,708	-5,032
1865	14,735	6,964	5,153	155	461	4,532	22,205	18,471	6,660	12,169	-501
1866	14,418	-	-	282	695	-985	22,205	18,471	6,942	12,865	-1,485
1867	14,069	-	-	317	680	-1,005	22,205	18,471	7,259	13,545	-2,490
1868	13,697	-	-	337	663	-1,008	22,205	18,471	7,597	14,208	-3,499
1869	13,064	-	-	599	634	-1,241	22,205	18,471	8,196	14,842	-4,740
1870	12,721	-	-	313	617	-936	22,205	18,471	8,509	15,458	-5,676

Table 7: Brazil - Foreign Debt, Aggregates, 1871-1914 (Thousands of Pound Sterling)

Year	Annual Amounts					Accumulated Totals since 1824					
	Total Debt ^a	Increase in Debt	Imported Funds	Amorti- zation ^k	Interest Payments	Transfer Balance ^l	Increase in Debt ^m	Imported Funds	Amorti- zation ^k	Interest Payments	Transfer Balance
1871	15,826	3,460	3,079	323	748	2,000	25,664	21,550	8,831	16,206	- 3,676
1872	15,463	-	-	331	757	- 1,096	25,664	21,550	9,162	16,963	- 4,772
1873	15,053	-	-	375	738	- 1,122	25,664	21,550	9,537	17,701	- 5,894
1874	14,630	-	-	388	719	- 1,115	25,664	21,550	9,925	18,420	- 7,009
1875	19,488	5,301	5,116	407	950	3,748	30,966	26,666	10,332	19,371	- 3,262
1876	19,037	-	-	414	943	- 1,367	30,966	26,666	10,746	20,313	- 4,629
1877	18,501	-	-	492	919	- 1,422	30,966	26,666	11,238	21,232	- 6,051
1878	17,899	-	-	555	891	- 1,457	30,966	26,666	11,793	22,124	- 7,508
1879	17,154	-	-	676	856	- 1,543	30,966	26,666	12,469	22,980	- 9,050
1880	16,554	-	-	554	828	- 1,392	30,966	26,666	13,023	23,807	- 10,442
1881	15,871	-	-	629	797	- 1,436	30,966	26,666	13,652	24,605	- 11,878
1882	15,003	-	-	784	762	- 1,556	30,966	26,666	14,436	25,367	- 13,435
1883	19,037	4,600	4,094	529	923	2,631	35,565	30,759	14,965	26,290	- 10,804
1884	18,420	-	-	575	906	- 1,491	35,565	30,759	15,540	27,196	- 12,295
1885	17,827	-	-	555	876	- 1,441	35,565	30,759	16,095	28,072	- 13,737
1886	23,554	6,431	6,109	657	847	4,595	41,996	36,869	16,752	28,919	- 9,142
1887	22,952	-	-	569	1,138	- 1,720	41,996	36,869	17,321	30,057	- 10,862
1888	28,568	6,297	6,108	644	1,248	4,202	48,294	42,977	17,965	31,305	- 6,660
1889	30,352	19,837	17,853	17,723	916	- 848	68,131	60,830	35,689	32,220	- 7,508
1890	30,152	-	-	199	1,262	- 1,475	68,131	60,830	35,888	33,482	- 8,983
1891	29,843	-	-	309	1,251	- 1,574	68,131	60,830	36,197	34,734	- 10,557
1892	29,451	-	-	393	1,236	- 1,643	68,131	60,830	36,590	35,970	- 12,199
1893	29,061	-	-	390	1,220	- 1,623	68,131	60,830	36,980	37,189	- 13,822
1894	28,657	-	-	404	1,203	- 1,620	68,131	60,830	37,384	38,392	- 15,442

Table 8: Brazil – Domestic Debt, by Interest Group, 1827-1880 (Contos de Réis)

Year	6 %-Paper			6 %-Gold			5 %-Paper		
	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.
1827, Je	4,906	0	4,906				100		100
1828, Je	3,681	60	8,527				36		136
1829, Je	3,538	102	11,963				36		172
1830, Je	1,918	154	13,727				36		208
1831, Je	1,050	198	14,579				32		240
1832, Ap	1,090	208	15,460				30	3	267
1833, Je	2,435	257	17,639				42	4	305
1834, Je	992	342	18,288				58	4	359
1835, Mr	1,933	791	19,430				25	25	359
1836, Mr	0	405	19,025				104	38	425
1837, Mr	800	419	19,407				116	10	531
1838, Je	2,000	361	21,046				105	0	636
1839, Je	4,972	28	25,990				9	0	645
1840, Je	0	210	25,779				106	77	674
1841, Mr	3,372	137	29,015				106	0	780
1842, D	6,723	0	35,738				164	0	944
1843, D	2,668	0	38,406				102	0	1,047
1844, Mr	2,495	0	40,900				347	0	1,393
1845, Mr	3,092	0	43,993				16	0	1,409
1846, Mr	2,514	0	46,506				20	0	1,429
1847, Mr	192	0	46,698				124	0	1,553
1848, Mr	14	0	46,712				198	0	1,751
1849, S	2,666	0	49,379				1	0	1,753
1850, Mr	1,201	0	50,580				0	0	1,753
1851, Mr	716	0	51,296				19	0	1,771
1852, Ap	4,286	0	55,582				2	0	1,773
1853, Mr	0	0	55,582				14	0	1,787

Table 8 (Cont.)

Year	6 %-Paper			6 %-Gold			5 %-Paper		
	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.
1854, D	214	0	55,796				3	0	1,791
1855, D	0	0	55,796				33	0	1,824
1856, D	0	0	55,796				5	0	1,829
1857, D	0	0	55,796				3	0	1,832
1858, D	5	0	55,801				4	0	1,836
1859, D	0	0	55,801				0	0	1,836
1861, Mr	9,692	0	65,493				1	0	1,838
1861, D	1,129	0	66,622				0	0	1,838
1862, D	1,079	0	67,701				0	0	1,838
1864, Mr	7,119	0	74,820				0	0	1,838
1865, Mr	3,599	0	78,419				0	0	1,838
1866, Mr	10,008	0	88,427				57	0	1,895
1867, Mr	15,887	0	104,314				22	0	1,917
1868, Mr	18,856	0	123,170				0	0	1,917
1869, Mr	35,837	0	159,007	30,000	0	30,000	33	0	1,950
1870, Mr	43,553	300	202,259	0	300	29,700	1	0	1,951
1871, Mr	46,417	309	248,368	0	309	29,391	19	0	1,970
1872, Mr	3,863	343	251,888	0	343	29,049	1	0	1,971
1873, Mr	23	360	251,552	0	360	28,689	1	0	1,972
1874, Mr	2,643	379	253,815	0	379	28,310	2	0	1,973
1875, Mr	69	390	253,495	0	390	27,920	3	0	1,976
1876, O	8,622	862	261,255	0	862	27,058	14	0	1,990
1877, Ap	8,735	0	269,989	0	0	27,058	0	0	1,990
1878, O	22,466	983	291,472	0	983	26,075	0	0	1,990
1879, Mr	40,000	0	331,472	0	0	26,075	- 12	0	1,978
1880, Mr	0	2,193	329,279	0	2,193	23,882	12	0	1,990

Table 8 (Cont.)

Year	4 %-Paper				Total	
	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.
1827, Je				5,006	0	5,006
1828, Je				3,717	60	8,663
1829, Je				3,574	102	12,135
1830, Je				1,954	154	13,935
1831, Je				1,082	198	14,819
1832, Ap				1,120	211	15,727
1833, Je				2,477	260	17,944
1834, Je				1,050	346	18,647
1835, Mr	101	0	101	2,059	817	19,891
1836, Mr	18	0	120	123	443	19,570
1837, Mr	0	0	120	916	429	20,057
1838, Je	0	0	120	2,105	361	21,801
1839, Je	0	0	120	4,981	28	26,755
1840, Je	0	0	120	106	288	26,573
1841, Mr	0	0	120	3,478	137	29,914
1842, D	0			6,887	0	36,682
1843, D	0	0		2,770	0	39,452
1844, Mr	0	0	151	2,842	0	42,444
1845, Mr	0	0	144	3,108	0	45,546
1846, Mr	0	0	138	2,533	0	48,073
1847, Mr	0	0	120	316	0	48,371
1848, Mr	0	0	120	213	0	48,583
1849, S	0	0	120	2,668	0	51,251
1850, Mr	0	0	120	1,201	0	52,452
1851, Mr	0	0	120	735	0	53,187
1852, Ap	0	0	120	4,288	0	57,475
1853, Mr	0	0	120	14	0	57,489

Table 8 (Cont.)

Year	4 %-Paper			Total		
	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.
1854, D	0	0	120	217	0	57,706
1855, D	0	0	120	33	0	57,739
1856, D	0	0	120	5	0	57,744
1857, D	0	0	120	3	0	57,747
1858, D	0	0	120	10	0	57,757
1859, D	0	0	120	0	0	57,757
1861, Mr	0	0	120	9,694	0	67,451
1861, D	0	0	120	1,129	0	68,579
1862, D	0	0	120	1,079	0	69,658
1864, Mr	0	0	120	7,119	0	76,777
1865, Mr	0	0	120	3,599	0	80,376
1866, Mr	0	0	120	10,066	0	90,442
1867, Mr	0	0	120	15,908	0	106,351
1868, Mr	0	0	120	18,856	0	125,207
1869, Mr	0	0	120	65,870	0	191,077
1870, Mr	0	0	120	43,553	600	234,030
1871, Mr	0	0	120	46,436	618	279,848
1872, Mr	0	0	120	3,865	685	283,028
1873, Mr	0	0	120	24	720	283,232
1874, Mr	0	0	120	2,644	758	284,218
1875, Mr	0	0	120	72	780	283,510
1876, O	0	0	120	8,636	1,724	290,422
1877, Ap	0	0	120	8,735	0	299,157
1878, O	0	0	120	22,466	1,965	319,657
1879, Mr	0	0	120	39,988	0	359,645
1880, Mr	0	0	120	12	4,386	355,271

Table 9. Brazil - Domestic Debt by Interest Group, 1881-1910 (Contos de Réis)

Year	6 %-Paper			6 %-Gold			5 %-Paper			4.5 %-Gold		
	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.
1881, S	0	294	328,985	0	294	23,588	6	0	1,996	51,885	0	47,631
1882, Mr	0	0	328,985	0	0	23,588	0	0	1,997	0	0	47,631
1883, Mr	0	0	328,985	0	0	23,588	0	0	1,997	0	909	46,722
1884, Mr	606	788	328,803	0	788	22,800	0	0	1,997	0	2,001	44,721
1885, Mr	0	357	328,447	0	357	22,444	0	0	1,997	0	1,943	42,778
1886, Ap	0	397	328,050	0	397	22,047	50,000	0	51,997	0	95	42,683
1887, Mr	0	328,050	0	0	1,390	20,657	329,479	0	381,476	0	4,503	38,180
1888, Mr	0	0	0	0	819	19,839	0	0	381,476	0	2,308	35,873
1889, Mr	0	0	0	0	885	18,954	4	0	381,480	0	1,640	34,233
1890, Mr	0	0	0	0	1,936	17,018	0	0	381,480	0	3,882	30,351
1891, My	0	0	0	0	0	17,018	0	0	273,899	0	1,859	28,492
1892, Mr	0	0	0	0	1,070	15,948	6,611	0	263,449	0	336	28,157
1893, Mr	0	0	0	0	1,143	14,805	3,072	4,687	261,834	0	2,527	25,630
1894, Mr	0	0	0	0	1,263	13,542	222	0	262,056	0	868	24,762
1895, Mr	0	0	0	0	0	13,542	76	0	262,132	0	83	24,679
1896, Mr	0	0	0	0	1,288	12,254	7	0	262,126	0	0	24,679
1897, Mr	0	0	0	0	472	11,782	102,643	0	364,769	0	0	24,679
1898, Mr	0	0	0	0	198	11,585	1,925	0	366,626	0	0	24,679
1899, Mr	60,000	0	60,000	0	0	11,585	245	467	486,403	0	0	24,679
1900, Mr	0	0	60,000	0	4,457	7,128	1,518	486,886	0	4,130	20,549	20,549
1901, My	0	0	60,000	0	418	6,710	26	0	487,912	0	0	20,549
1902, Mr	0	443	59,557	0	0	6,710	0	0	488,816	0	0	20,549
1903, Mr	0	6,000	53,557	0	0	6,710	0	0	489,635	0	0	20,549
1904, Mr	0	0	53,557	0	321	6,389	17,300	0	506,935	0	1	20,548
1905, Mr	0	6,000	47,557	0	6,389	0	0	0	506,935	0	0	20,548
1906, Mr	0	10,475	37,082	0	0	0	0	0	506,935	0	0	20,548
1907, Mr	0	6,000	31,082	0	0	0	0	0	506,935	0	0	20,548
1908, Mr	0	6,000	25,082	0	0	0	0	0	506,935	0	0	20,548
1909, Mr	0	0	25,082	0	0	0	0	0	506,935	0	0	20,548
1910, Ap	0	6,000	19,082	0	0	0	18,083	0	525,018	0	0	20,548

Table 9 (Cont.)

Year	4 %-Paper			4 %-Gold			Total			
	Iss.	Am.	Dep.	Circ.	Con.	Rec.	Circ.	Iss.	Am.	Circ.
1881, S	0	0		120				51,891	4,843	402,320
1882, Mr	0	0		120				0	0	402,320
1883, Mr	0	0		120				0	909	401,411
1884, Mr	0	0		120				606	3,577	398,440
1885, Mr	0	0		120				0	2,656	395,784
1886, Ap	0	0		120				50,000	888	444,897
1887, Mr	0	0		120				329,479	333,943	440,433
1888, Mr	0	0		120				0	3,126	437,307
1889, Mr	0	0		120				4	2,525	434,785
1890, Mr	109,694	0	91,344	18,470				109,694	97,162	447,317
1891, My	0	0	91,344	18,470	107,580	0	107,580	0	1,859	445,459
1892, Mr	0	0	91,344	18,470	124,642	0	124,642	6,611	1,406	450,664
1893, Mr	0	0	91,344	18,470	124,642	0	124,642	3,072	8,357	445,379
1894, Mr	0	0	91,344	18,470	124,642	0	124,642	222	2,131	443,470
1895, Mr	0	0	91,344	18,470	124,642	0	124,642	76	83	443,464
1896, Mr	0	0	91,344	18,470	124,655	0	124,655	7	1,288	442,184
1897, Mr	0	0	91,344	18,470	124,655	0	124,655	102,643	472	544,355
1898, Mr	0	0	91,344	18,470	124,723	0	124,723	1,925	198	546,082
1899, Mr	0	0	91,344	18,470	124,723	120,000	4,723	60,245	467	605,860
1900, Mr	0	109,694	0	120	124,723	122,000	2,723	0	28,455	577,405
1901, My	0	0	0	120	124,723	123,000	1,723	26	418	577,014
1902, Mr	0	0	0	120	124,723	123,904	819	0	443	576,571
1903, Mr	0	0	0	120	124,723	124,723	0	0	6,000	570,571
1904, Mr	0	0	0	120	124,723	124,723	0	17,300	322	587,548
1905, Mr	0	0	0	120	124,723	124,723	0	0	12,389	575,160
1906, Mr	0	0	0	120	124,723	124,723	0	0	10,475	564,685
1907, Mr	0	0	0	120	124,723	124,723	0	0	6,000	558,685
1908, Mr	0	0	0	120	124,723	124,723	0	0	6,000	552,685
1909, Mr	0	0	0	120	124,723	124,723	0	0	0	552,685
1910, Ap	0	0	0	120	124,723	124,723	0	18,083	6,000	564,768

Table 10: Brazil – Fiscal Revenues and Funds Obtained from Domestic and Foreign Debt, 1827-1910 (Thousands of Pound Sterling)¹

Year	Fiscal Revenues	Domestic Debt	Foreign Debt	Year	Fiscal Revenues	Domestic Debt	Foreign Debt
1827	2,072	870	0	1861	4,702	1,040	1,236
1828	2,211	514	0	1861	5,331	120	0
1829	2,320	415	400	1862	5,754	118	0
1830	2,379	193	0	1863	5,348	788	3,393
1831	2,367	108	0	1864	6,195	407	0
1832	1,966	137	0	1865	6,247	1,103	5,153
1833	1,640	390	0	1866	6,050	1,645	0
1834	2,045	165	0	1867	6,424	1,870	0
1835	2,377	330	0	1868	6,254	5,786	0
1836	2,278	20	0	1869	6,365	3,167	0
1837	2,238	138	0	1870	7,758	3,798	0
1838	1,591	253	0	1871	9,013	363	3,079
1839	2,132	619	313	1872	10,349	2	0
1840	2,451	14	0	1873	11,657	278	0
1841	2,399	447	0	1874	11,130	8	0
1842	2,218	812	0	1875	11,404	941	5,116
1843	1,947	298	623	1876	10,985	955	0
1844	2,200	304	0	1877	10,214	2,323	0
1845	2,554	327	0	1878	10,767	3,942	0
1846	2,763	272	0	1879	10,248	1	0
1847	3,033	36	0	1880	10,815	4,662	0
1848	2,739	24	0	1881	11,767	0	0
1849	2,695	285	0	1882	11,703	0	0
1850	2,989	133	0	1883	11,489	54	4,094
1851	3,789	88	0	1884	11,790	0	0
1852	4,259	510	989	1885	10,246	4,200	0
1853	4,199	2	0	1886	9,844	25,562	6,109
1854	4,025	25	0	1887	17,227	0	0
1855	4,132	4	0	1888	14,532	0	6,108
1856	4,437	1	0	1889	17,123	11,678	17,853
1857	5,454	0	0	1890	20,721	0	0
1858	5,309	1	1,458	1891	18,917	546	0
1859	4,899	0	508	1892	13,319	180	0

Table 10 (Cont.)

Year	Fiscal Revenues	Domestic Debt	Foreign Debt	Year	Fiscal Revenues	Domestic Debt	Foreign Debt
1893	12,906	11	0	1902	16,549	0	0
1894	12,358	4	0	1903	20,395	864	25,650
1895	12,894	0	6,326	1904	21,780	0	0
1896	14,015	4,157	0	1905	21,956	0	2,180
1897	11,037	70	0	1906	28,725	0	0
1898	10,248	1,905	1,421	1907	35,625	0	2,850
1899	9,692	0	2,908	1908	27,946	0	5,822
1900	11,714	1	2,869	1909	28,419	1,142	3,494
1901	13,499	0	1,416	1910	33,738		11,875

1 "Year" indicates the end of the fiscal year. "Fiscal Revenues" comprises the total income of taxes and duties. "Funds Obtained from Domestic Debt" is derived from the total issues of bonds, not discounted for sale price (more important during the 1800s). "Funds Obtained from Foreign Debt" comprises all funds produced by foreign loans, already discounted for placement.

Sources: For fiscal revenues and funds obtained from domestic and foreign debt, see *Relatório da Fazenda, Brasil* (1827-1919) and Bouças (1950).

*Table 11: Brazil – Total Government Expenses and Debt Service,
1827-1910 (Thousands of Pound Sterling)*

Year	Total Expenses	Domestic Debt	Foreign Debt	Year	Total Expenses	Domestic Debt	Foreign Debt
1827	n.d.	52	402	1861	5,646	432	526
1828	1,476	80	294	1861	5,576	436	552
1829	1,614	96	307	1862	5,816	456	548
1830	1,800	98	432	1863	6,306	484	579
1831	1,923	108	267	1864	6,287	518	2,911
1832	1,566	141	267	1865	9,137	548	616
1833	2,486	210	267	1866	12,596	559	977
1834	2,363	230	267	1867	11,988	631	997
1835	2,406	322	267	1868	14,579	658	1,001
1836	2,333	262	291	1869	10,971	832	1,233
1837	2,415	245	315	1870	11,581	1,196	929
1838	2,271	199	312	1871	9,407	1,634	1,070
1839	2,254	202	316	1872	10,272	1,784	1,088
1840	3,257	244	279	1873	12,832	1,857	1,114
1841	2,925	247	279	1874	13,170	1,929	1,107
1842	3,242	259	279	1875	13,708	1,935	1,357
1843	3,131	253	435	1876	13,856	2,090	1,357
1844	2,774	270	309	1877	14,044	1,854	1,411
1845	2,697	286	309	1878	14,935	2,082	1,446
1846	2,631	308	309	1879	16,635	1,976	1,532
1847	2,858	327	309	1880	13,487	2,307	1,382
1848	2,881	329	309	1881	12,703	2,589	1,426
1849	3,025	327	309	1882	12,512	2,099	1,546
1850	3,207	346	314	1883	13,549	2,150	1,452
1851	3,993	381	461	1884	13,716	2,382	1,481
1852	5,088	408	382	1885	13,314	2,162	1,431
1853	3,653	396	1,410	1886	11,919	2,050	1,504
1854	4,227	402	328	1887	18,646	2,176	1,707
1855	4,442	395	445	1888	14,211	2,411	1,892
1856	4,621	395	396	1889	19,819	2,585	18,639
1857	4,480	382	393	1890	23,417	12,667	1,462
1858	5,512	367	432	1891	18,226	1,981	1,560
1859	5,505	360	963	1892	16,332	1,391	1,629

Table 11 (Cont.)

Year	Total Expenses	Domestic Debt	Foreign Debt	Year	Total Expenses	Domestic Debt	Foreign Debt
1893	14,468	1,513	1,609	1902	14,328	1,436	1,897
1894	17,553	1,128	1,607	1903	18,129	1,748	2,483
1895	14,453	926	1,764	1904	23,270	1,516	3,449
1896	31,141	940	1,985	1905	20,524	2,273	3,667
1897	14,153	1,000	2,082	1906	28,175	2,594	3,255
1898	21,762	864	1,920	1907	34,705	2,269	3,860
1899	8,922	942	1,632	1908	32,364	2,139	3,701
1900	14,362	1,918	2,266	1909	32,739	1,755	4,544
1901	14,175	1,264	1,861	1910	40,088	2,207	8,737

1 "Year" indicates the end of the fiscal year. "Total Expenses" includes all ministries as well as the service of both the domestic and the foreign debt, within the figures for the Finance Ministry. "Debt Service" comprehends interest and amortization expenses. Interest payments on both debts are calculated from the outstanding circulation, according to the interest rate group, following the contractual data. Annual amortization on domestic debt represents the amount amortized since the last period, see Table 8. Annual amortization on the foreign debt is calculated as the difference between the previous and the current debt, see Table 3.

Sources: For total government expenses and amortization of internal debt, see *Relatório da Fazenda, Brasil* (1827-1919). For amortization of foreign debt, see Bouças (1950).

Table 12: Brazil – Exchange Rates, 1824-1918 (Pence per Milreis)¹

1824, Je	49.50	1856,D	27.56	1888,Mr	23.14
1825, Je	50.06	1857,D	26.63	1889,Mr	25.55
1826, Je	50.00	1858,D	25.56	1890,Mr	25.47
1827, Je	41.69	1859,D	25.06	1891,My	19.83
1828, Je	33.16	1861,Mr	25.76	1892,Mr	14.04
1829, Je	27.84	1861,D	25.56	1893,Mr	11.92
1830, Je	23.72	1862,D	26.31	1894,Mr	11.22
1831, Je	23.91	1863,Mr	26.55	1895,Mr	10.06
1832, Ap	29.37	1864,Mr	27.13	1896,Mr	9.72
1833, Je	37.75	1865,Mr	26.31	1897,Mr	8.73
1834, Je	37.81	1866,Mr	24.81	1898,Mr	7.59
1835, Mr	38.50	1867,Mr	23.80	1899,Mr	7.25
1836, Mr	39.05	1868,Mr	21.08	1900,Mr	7.95
1837, Mr	36.22	1869,Mr	17.45	1901,My	10.17
1838, Je	28.81	1870,Mr	19.63	1902,Mr	11.55
1839, Je	29.84	1871,Mr	22.56	1903,Mr	11.98
1840, Je	31.31	1872,Mr	24.27	1904,Mr	12.05
1841, Mr	30.83	1873,Mr	25.27	1905,Mr	13.14
1842, D	28.31	1874,Mr	26.02	1906,Mr	15.97
1843, D	25.81	1875,Mr	26.14	1907,Mr	15.95
1844, Mr	25.66	1876,O	26.23	1908,Mr	15.20
1845, Mr	25.25	1877,Ap	24.82	1909,Mr	15.16
1846, Mr	25.81	1878,O	23.66	1910,Mr	15.43
1847, Mr	27.20	1879,Mr	22.00	1911,D	16.16
1848, Mr	27.25	1880,Mr	21.56	1912,D	16.16
1849, S	25.66	1881,S	22.00	1913,D	16.11
1850, Mr	26.59	1882,Mr	21.53	1914,D	14.80
1851, Mr	28.84	1883,Mr	21.26	1915,D	12.56
1852, Ap	28.56	1884,Mr	21.34	1916,D	12.06
1853, Mr	27.70	1885,Mr	20.16	1917,D	12.83
1854, D	28.00	1886, Ap	18.62	1918,D	13.00
1855, D	27.56	1887, Mr	19.71		

1 These fiscal year averages are calculated as pro rata averages between extremes.

Source: For annual averages, see *Séries Estatísticas, Brasil* (1986,I).

Table 13: Holders of Government Bonds, 1839-1885

% of Total Circulation Covered ^b	Year ^a	Brazil. Nation- als	British Nation- als	Other Nation- als	Var- ious Estab. ^a	Banks	Various Prov- inces	Un- known	Total
100.0	1839	39.6	33.0	8.7	18.8	0.0	0.0	0.0	100.0
93.3	1843	56.0	23.2	3.2	17.6	0.0	0.0	0.0	100.0
93.2	1844	58.8	18.9	6.0	16.3	0.0	0.0	0.0	100.0
98.8	1845	62.5	18.5	5.0	13.9	0.0	0.0	0.0	100.0
99.0	1847	65.4	16.7	4.1	13.8	0.0	0.0	0.0	100.0
98.8	1850	68.4	13.7	4.4	13.6	0.0	0.0	0.0	100.0
97.4	1851	66.3	12.9	7.3	13.5	0.0	0.0	0.0	100.0
100.0	1852	69.6	11.6	2.6	15.0	0.0	1.1	0.0	100.0
100.0	1853	67.3	10.9	2.2	18.5	0.0	1.1	0.0	100.0
100.0	1854	67.9	11.5	4.4	15.1	0.0	1.1	0.0	100.0
100.0	1855	65.1	11.4	4.1	18.3	0.0	1.1	0.0	100.0
100.0	1856	64.4	11.5	3.8	19.2	0.0	1.1	0.0	100.0
100.0	1857	64.3	13.4	2.5	18.7	0.0	1.1	0.0	100.0
100.0	1858	63.2	12.4	3.8	19.5	0.0	1.1	0.0	100.0
100.0	1859	61.2	11.8	5.7	20.2	0.0	1.1	0.0	100.0
100.0	1861	61.6	9.8	3.4	24.2	0.0	1.0	0.0	100.0
100.0	1861	57.2	10.8	2.8	28.3	0.0	1.0	0.0	100.0
100.0	1862	64.7	0.0	11.1	23.2	0.0	1.0	0.0	100.0
100.0	1864	60.6	9.2	1.7	27.6	0.0	0.9	0.0	100.0
100.0	1865	68.5	6.9	1.9	21.8	0.0	0.8	0.0	100.0
100.0	1866	72.6	5.0	2.5	19.1	0.0	0.7	0.0	100.0
100.0	1867	71.3	4.4	2.3	21.3	0.0	0.6	0.0	100.0
100.0	1868	76.7	2.7	1.4	18.8	0.0	0.5	0.0	100.0
100.0	1869	75.1	3.8	3.4	17.4	0.0	0.3	0.0	100.0
100.1 ^c	1870	72.7	3.5	6.5	17.0	0.0	0.3	0.0	100.0
100.2 ^d	1871	64.6	4.9	6.6	14.8	0.0	9.1	0.0	100.0
100.2 ^d	1872	65.2	6.3	8.9	15.3	0.0	4.1	0.0	100.0
99.8	1873	66.6	5.8	8.6	14.9	0.0	4.1	0.0	100.0
100.6 ^d	1874	62.2	5.7	8.1	15.0	0.0	9.0	0.0	100.0
100.7 ^d	1875	62.3	5.7	7.8	5.1	10.1	9.0	0.0	100.0

Table 13 (Cont.)

% of Total Circulation Covered ^b	Year ^a	Brazil. Nation- als	British Nation- als	Other Nation- als	Var- ious Estab. ^a	Banks	Various Prov- inces	Un- known	Total
98.0	1876	62.4	5.6	7.8	5.1	10.0	9.0	0.0	100.0
100.1 ^d	1877	61.8	5.5	6.7	4.9	12.8	8.4	0.0	100.0
101.5 ^d	1878	53.5	1.7	8.5	15.8	10.8	9.8	0.0	100.0
100.8 ^d	1879	52.1	e	7.7	13.9	12.1	8.9	5.2	100.0
101.4 ^d	1880	54.2	e	7.9	14.0	13.6	10.3	0.0	100.0
89.4 ^c	1881	54.0	e	9.3	12.6	12.5	11.6	0.0	100.0
89.4 ^c	1882	53.9	e	9.1	13.0	12.3	11.8	0.0	100.0
89.6 ^c	1883	53.8	e	9.1	12.8	11.8	12.5	0.0	100.0
90.0 ^c	1884	65.7	f	f	18.9	2.5	12.9	0.0	100.0
90.6 ^c	1885	68.5	f	f	16.3	1.6	13.6	0.0	100.0

a "Year" indicates the end of the fiscal year. "Estab.": establishments.

b For total circulation of bonds, see Tables 8 and 9.

c The issue of 1879 is not classified according to holders.

d Dates and/or classification criteria are not compatible.

e Included in "Other Nationals".

f Included in "Brazilian Nationals".

Sources: *Relatório da Fazenda, Brasil* (1836-1886).

IV

DEUDA PUBLICA EN MEXICO, PERU, VENEZUELA Y CENTROAMERICA

Barbara A. Tenenbaum

Mexico's Money Market and the Internal Debt, 1821-1855

The problem of the internal debt in Mexico, like so many others which would plague the independent Republic, began life as yet another legacy from the colonial past. Indeed, the disintegration of the Spanish fiscal system in New Spain began in the early 1780s (TePaske 1989: 65-67). Yet, at the same time, tax collections were at an all time high and the colonial fiscal system appeared to be functioning extremely well.

The gap between income and expenses increased because of additional expenditures for war and defense, including payments for *situados*, allotments for the military and navy in the Philippines, allocations for new charitable funds, and monies ordered to be remitted to Spain (TePaske 1983: 76-82).

By 1810 accumulated debts had risen to 31,000,000 pesos, of which obliations to clerical and lay institutions totalled 18,500,000 pesos, and loans, presumably to individuals, amounted to a mere 8,500,000 pesos. In addition, the Real Hacienda had borrowed 16,000,000 pesos from funds which had accumulated in the Treasury for indulgences (*bulas de santa cruzada*) and tithes, and had completely depleted these coffers by 1798. Royal officials wrote off this debt by declaring retroactively those two *ramos ajenos* part of the Real Hacienda (TePaske 1989: 67).

By 1810, with the debt burden rising again, royal agents appropriated the revenues housed as *depósitos*, bonds and guarantees as well as the earnings generated by the properties seized

from the Jesuit Order (*temporalidades*). Yet during 1809, the previous year, the central Treasury of Mexico City collected more than 28,000,000 pesos, the largest amount in its history.

Beginning in 1810 revenue fell off abruptly. Collections dropped almost 70 percent from 1809 to 1817 by which time remittances to the Treasury had declined to levels equal to those of the late 1770s (TePaske 1989: 67). During the period from 1811 to 1817 payments from subsidiary regional treasuries throughout the viceroyalty totalled only 1,900,000 pesos, an average of 318,000 pesos annually in comparison to an average of 5,800,000 pesos per year garnered during the period from 1795 to 1810.

The decline reflected regional determination to keep their resources at home rather than transport them to the capital as well as a shift in the center of "political" and military activity. In Zacatecas before the Independence Wars army costs averaged less than one percent of total revenue, by 1817 they totalled almost 30 percent. The increase in expenses, coupled with the collapse of silver production which dropped almost two-thirds from 1811 to 1821, led to substantial losses in revenue.

Although the central Treasury office in Mexico City was adept at designing new imposts including a real estate and a graduated income tax, collections could not keep up with booming military expenses, which at their height in 1812 came to 3,000,000 pesos. And for every recorded military cost, there were additional sums which went into the pockets of the officers in command of any given area (Archer 1993: 28-30).

By the end of 1816 the Real Hacienda in Mexico City owed approximately 81,000,000 pesos, of which 24,000,000 pesos (30 percent) represented overdue payments to the *situados*. The official who made the estimate speculated that the Crown could write off or default on almost 49,000,000 pesos, leaving just 32,000,000 pesos to be repaid (TePaske 1989: 72-73).

It is with these 32,000,000 pesos that the story of the internal debt in Mexico begins, although no contemporary historian or even any Treasury official at the time could have given a precise